

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q1-regnskab 2024

Et rentefald i Europa vil forbedre udsigterne for ejendomsmarkedet, og dermed også føre til øget salg af køkkener til de private forbrugere. B2C-salget har givetvis ramt bunden med mulighed for bedre tider forude for TCM Group. Selvom TCM Group har været igennem en hård periode med vigende vækst og indtjening, har TCM været i stand til at opretholde positive tal på bundlinjen. Det samme er ikke tilfældet for alle konkurrenterne.

- TCM Group har på dygtig vis styret igennem en hård periode, hvor ledelsen hurtigt og effektivt har indført mitigerende tiltag for at opretholde positiv drift. Der er indført prisstigninger for at kompensere for stigende råvareinputpriser, og samtidig har man via en fleksibel forretningsmodel kunnet tilpasse medarbejderstaben til den vigende efterspørgsel.
- Alle i sektoren er og har været under hårdt pres. TCM har for sit vedkommende formået at gennemføre et køb af konkurrenten AUBO Productions sidste år. Det ser vi som et stærkt og innovativt tiltag. Inklusiv AUBO leveres vækst, ligesom man har reduceret afhængigheden af salg på det danske marked. AUBO står nemlig stærkt i Norge.
- De første spæde tegn på en bedring på B2C-markedet begynder at vise sig. Et rentefald i Europa og Danmark vil i nær fremtid kunne kick-starte private forbrugeres aktivitet på boligmarkedet, og når der købes nyt hus, er noget af det første der udskiftes ofte køkkenet.
- B2B-salget (salg til typehusfirmaer og projektudviklere) har i de sidste par år delvist kunnet mitigere for nedgang i privatsalget. Nu er der imidlertid tegn på afmatning i B2B-salget, hvorfor det er des mere vigtigt, at der kommer et opsving i B2C-salget.

AKTUEL KURS: 61,8

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 645,1 mio. kr.

Antal aktier: 10,439 mio. (korrigeret for egne aktier)

- Trods en organisk salgsnedgang i Q1 hæfter vi os ved, at man inklusiv AUBO leverer flot vækst og styrkede marginer. Bruttomarginen er steget fra 18,9 % til 20,7 %. Justeret EBIT-margin er også forbedret.
- På baggrund af salg og indtjening i Q1 fastholdes forventningerne til 2024, dvs. et salg på 1.000-1.150 mio. kr. og et EBIT-resultat før engangsposter på 55-85 mio. kr. I Q1 androg salget 292,5 mio. kr. og EBIT 15,8 mio. kr.
- Hele køkkenbranchen er udfordret. Igen skal det pointeres, at TCM trods vanskelige tider hvert år er kommet ud med overskud. Det er fx ikke tilfældet for den svenske konkurrent Nobia, der også i år ventes at få et stort millionunderskud.
- TCM Group har i de senere år trimmet sig, har igangsat implementering af et nyt ERP-system, købt AUBO og optimeret butiksværket. Efter vores vurdering vidner det om et selskab, der er klar, når det igen bliver bedre tider på boligmarkedet med øget efterspørgsel efter nye køkkener.
- Kursudviklingen har været skuffende siden topnoteringen i foråret 2021. Hvis vi får begyndende rentefald og dermed gang i boligsalget, bliver TCM-aktien næppe billigere. Det er kun et spørgsmål om tid, før TCM igen kommer ind i en periode med vækst og stigende indtjening.

Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 60-75 (før 50-60)

Kursudvikling 12-18 mdr.: 75-85 (før 60-65)

Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 85-110 (før 65-100)

H1-regnskab den 21-08-2024.



Høj/lav seneste 12 måneder: 77,8 / 35,3

Salg til privatkunder viser tegn på forbedring. B2B-markedet viser derimod afmatning.

Salget i Q1 steg til 293 mio. kr., men det er inklusiv AUBO. Organisk faldt salget med 12 %. B2B-salget i Danmark faldt som forventet inden for projektsalg, men der var en forbedring i B2C-salget på tværs af de fleste brands. Salget i Norge voksede til at udgøre 20 % af koncernomsætningen til trods for at B2B-salget viste afmatning. Fokus rettes nu på at vinde markedsandele på B2C-markedet i Norge, indtil B2B-markedet retter sig.

Stigende B2C-salg påvirker indtjeningen positivt, idet der er højere marginer på B2C-salg end på B2B. Bruttomarginen steg derfor fra 18,9 % til 20,7 %. Justeret EBIT inklusiv AUBO steg til 16 mio. kr. mod 13 mio. kr. i samme kvartal sidste år. Justeret EBIT-margin blev derfor styrket til 5,4 % (op fra 4,9 %). Nettoresultatet steg fra 5,4 til 7,0 mio. kr. Det ændrer dog ikke på, at indtjeningen er på et historisk lavt niveau, men der er basis for at tro på en klar forbedring i nær fremtid. Som nævnt i indledningen vil et rentefald hos ECB kunne øge optimismen på boligmarkedet med deraf afledt stigende B2C-efterspørgsel efter nye køkkener. For tiden er der ekstraordinært mange huse til salg, og det ser vi som et godt tegn for TCM. Der er oparbejdet en pukkel. Før eller siden kommer der gang i boligsalget,

SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2024

TCM fastholder forventningen om et salg på 1.000-1.150 mio. kr. og justeret EBIT (før ekstraordinære poster) i intervallet 55-85 mio. kr. En ændret regnskabspraksis vil reducere nettoomsætningen med 20-25 mio. kr.

TCM Group fastholder strategien om på kort til mellemlangt sigt at opnå to-cifret procentuel vækst i salget og en styrkelse af indtjening og cash-flow. Der vil fortsat blive investeret og optimeret i produktionen og forsyningskæderne, ligesom opkøb er en del af strategien.

E-commerce vil i år blive udvidet til Tyskland.

Det er fortsat et mål på mellemlangt sigt at åbne ekstra 6-8 Svaner Køkkenet butikker i Norge og bringe antallet op på 18-20. For så vidt angår det tilkøbte AUBO er strategien at åbne nye butikker i 2024 og at udvide B2C og B2B salget. For så vidt angår Nettoline er der et mål om at åbne flere butikker.



ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q1-regnskab 2024

og med en lavere rente vil incitamentet for nye huskøbere være større for straks at udskifte køkken og bad. Efter vores vurdering kan et salgsgennembrud komme mod slutningen af 2024 og videre ind i 2025 og årene herefter.

Et marginalt rentefald vil næppe for alvor kick-starte aktiviteterne i B2B-salget, da det tager tid, før der igangsættes bygning af nye huse og projektbyggeri. Heldigvis har TCM fortsat en vis ordrebeholdning på B2B-markedet, men ordrebeholdningen barberes pt. ned. Så længe byggesektoren står i stampe, kommer der næppe ret mange nye B2B-order ind.

I Q1 er der åbnet tre nye brandede butikker, to i AUBO og en i Nettoline. Den finansielle gearing er steget til 3,73 x løbende 12 måneders EBITDA fra 2,95 i samme periode sidste år, men i forhold til ultimo 2023 er der tale om en forbedring fra 4,08 x EBITDA. Af regnskabet fremgår det, at den aktuelle gearing er betydeligt under de med banken aftalte covenants.

Egenkapitalen er vokset til 538,1 mio. kr. Det skyldes provenuet fra den senest gennemførte emission fra regnet den betalte salgspris for AUBO. Soliditetsgraden ligger på 44,3 % mod 42,9 % for et år siden. Balancen er stærk.

Konjunkturmæssigt har køkkenbranchen formentlig nået bunden. Herfra er der udsigt til bedre tider

Byggesektoren og forbrugernes tillid påvirkes af renteforholdene. Jo lavere rente, jo højere byggeaktivitet og forbrugertillid – og modsat. TCM antager (ligesom Aktieinfo), at de korte renter vil begynde at falde i løbet af 2024. Et rentefald kan øge aktiviteten på boligmarkedet og dermed også B2C efterspørgslen efter køkkener. Der er dog en vis reaktionstid fra renten falder, til efterspørgslen igen stiger. Der er derfor ikke udsigt til en hurtig genrejsning af køkkenmarkedet i Danmark og Norge i år, men derimod i de efterfølgende år. B2B-salget er p.t. inde i en periode med nedgang, og det kan formentlig fortsætte i størstedelen af 2024. For TCM gælder det fortsat om at styre igennem en usikker periode med støtte til forhandlerne i strategisk vigtige butikker. Genrejsning af TCM og hele køkkensektoren vil tage tid. De stærkeste overlever, og heriblandt er TCM. Vi ser købet af AUBO som en vigtig og klog strategisk satsning i bestræbelserne på at skabe lønsom vækst.

TCM's aktiekurs har formentlig ramt bunden.

I december 2023 blev TCM Groups aktie flyttet til SmallCap-indekset. Generelt har SmallCap-aktierne klaret sig dårligt end LargeCap – en tendens der også ses på de internationale aktiebørser. Før eller siden forventer vi dog en renaissance for de (gode) mindre aktier, hvis udfordring er begrænset likviditet i aktien, hvilket igen fører til vanskelighed ved at tiltrække investorer.

TCM har bevist evnen og viljen til at agere i udfordrende tider. Der er indført prisstigninger, organisationen er blevet tilpasset (med mulighed for hurtigt at gear op igen i takt med stigende efterspørgsel), man har foretaget et visionært køb af AUBO, der er igangsat digitaliseringstiltag for at øge effektiviteten, ligesom der er arbejdet med ESG-tiltag. Købet af AUBO styrker tilstedeværelsen i Norge, hvorved TCM bliver mindre afhængig af det danske marked. Desuden er det Aktieinfos vurdering, at der vil kunne høstes flere positive synergier via købet af AUBO. Derfor ser vi TCM trimmet til for alvor at kunne få gavn af bedre tider for køkkenbranchen. Og de kommer.

Hvis man ejer aktien, så hold fast og vent på bedre tider. Hvis man ikke ejer aktien, så hold godt øje med konjunkturudviklingen, og tøv ikke for længe. Når der kommer en vending til det bedre, kan TCM få en markant optur på Børsen.

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q1-regnskab 2024



STYRKER

TCM har kendte brands i forskellige prisklasser. År for år vinder TCM markedsandel på det vigtige danske marked. Positionen er styrket markant i Norge efter købet af AUBO. Det er et styrketegn, at TCM sidste år valgte at købe AUBO trods et udfordret køkkenmarked. TCM har en god fordeling mellem B2C og B2B-salg. Internt har TCM foretaget en række innovative tiltag, ligesom costbasen er trimmet. TCM forekommer velpositioneret til igen at opnå vækst i takt med at ejendomsmarkedet bedres i de kommende år. Forretningsmodellen er Asset-Light og kræver ikke stor pengebinding. Det er fortsat white-spots for åbning af nye butikker i både Danmark og Norge. Ledelsen har fastholdt sin vækststrategi på mellemlangt sigt.

SVAGHEDER

TCM er afhængig af udviklingen i byggesektoren og aktiviteten på ejendomsmarkedet. Den aktuelt høje rente medfører lavere aktivitet begge steder, og det vægter negativt på køkkenmarkedet. Forbrugernes købelyst er lav som følge af den høje rente. Der er mange konkurrenter på markedet. B2B-salget har haft en stabiliserende effekt, men pt. reduceres ordrebeholdningen, og den positive effekt aftager derfor. Nettorentebærende gæld ligger fortsat højt med en faktor 3,7x løbende 12 måneders EBITDA. Derfor er der ikke finansielt råderum til ekspansive tiltag og udbytteudlodning.



MULIGHEDER

TCM kan fortsat søge vækst ved åbning af butikker i Danmark og Norge. E-handelsdelen rummer også mulighed for vækst, og udvides i år til at omfatte Tyskland. B2B-salg sker nu også i Norge efter købet af AUBO Production, der generelt styrker positionen i landet. AUBO åbner for synergier på en række områder. Potentielt kan der på sigt ske åbning for aktiviteter i nærliggende lande, men det kræver at gælden først reduceres. Hvis vi i nær fremtid får begyndende rentefald i Europa og Danmark, kan det kick-starte ejendomsmarkedet og dermed også B2C-salget.

TRUSLER

Konjunkturerne med lav aktivitet i nybyggeriet, vigende boligmarked og høj rente har givet modvind til TCM, der er ramt på den organiske vækst og indtjening. For nærværende er TCM finansielt fastlåst henset til en høj rente, selvom det pointeres, at man lever op til alle finansielle covenants for de bestående finansieringsaftaler med banken. Køkkenbranchen er/har været hårdt presset, hvilket kan udløse priskrig mellem de mange konkurrenter.

SENESTE ANALYSER

Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 mdrs. sigt
13-03-2024	52,2	50-60	60-65	65-100
24-11-2023	40,9	40-50	50-65	65-100
04-09-2023	60	60-70	70-80	80-150
30-05-2023	74,8	70-80	80-90	90-150

OM TCM GROUP A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien. Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion sker på to fabrikker i Tvis og to i den nærliggende by Aulum.
- TCM købte sidste år AUBO Production for 165 mio. kr., hvortil kommer potentielle præstationsafhængige earn-out betalinger på ekstra 60 mio. kr.
- TCM Group gør brug af en multi-brand strategi med Svane Køkkenet som det primære brand, mens de øvrige er Tvis Køkkener, AUBO og Nettoline samt salg via private label og e-handel. Produkterne dækker hele prisspektret.
- Danmark er det største marked med en andel af salget på ca. 80 %. Den procentvise andel på det næststørste marked i Norge er stigende som følge af købet af AUBO.
- TCM Group sælger køkken-, bad- og garderoabeløsninger via ca. 220 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf ca. 110 er mærkevarerbutikker. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere, mens private label omfatter salg til byggemarkeder i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- **Svane Køkkenet** produceres efter ordre og er det største og vigtigste brand kendetegnet af innovative og skræddersyede løsninger i høj kvalitet med brug af de bedste materialer og input. Svane Køkkenet sælges gennem brandede franchise butikker i Danmark og Norge.
- **Tvis Køkkener** produceres efter ordre med mulighed for indarbejdelse af individuelle kundeønsker. Der er tale om et bredt sortiment i alle prisklasser med salg via forhandlere i Danmark, Færøerne og Norge.
- **AUBO** producerer og sælger køkkener og inventar til badeværelser. AUBO sælges via en række forhandlere med en god geografisk spredning i Danmark og Norge samt via seks forhandlere i Sverige.
- **Nettoline** fremstiller køkken-, bad- og gardero-beinventar rettet mod gør-det-selv segmentet med produkter i god kvalitet til konkurrencedygtig pris med salg via forhandlere i Danmark, Norge, Sverige, Island og Færøerne.
- **Private label** salg (TCM's produkter under kundens eget navn) sker i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- **E-handel** sker via Celebert i Danmark via kitchn.dk, billigskafe.dk og Just Wood med TCM som leverandør. E-handel er udvidet til Sverige og Norge.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Torben Paulin
CEO



Thomas Hjannung
CFO



Anders Skole-Sørensen
Bestyrelsesformand

	DENMARK	NORWAY	SWEDEN	ICELAND	FAROE ISLANDS
220 Stores across Scandinavia					
PRODUCTION	✓				
SVANE KØKKENET	✓	✓			
TVIS KØKKEN	✓	✓		✓	
nettoline	✓	✓	✓	✓	✓
AUBO	✓	✓		✓	✓
E-COMMERCE IN CELEBERT	✓	✓	✓		

Kilde: TCM's årsregnskab 2023.

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q1-regnskab 2024

- **B2B** omfatter salg til professionelle kunder, herunder typehusfirmaer og projektudviklere, hvilket udgør ca. halvdelen af omsætningen. Ca. 80-85 % af dette salg stammer fra renoveringsopgaver. B2B-salget er præget af fler-årige aftaler.
- TCM har et mål om løbende at åbne nye brandede butikker - indtil videre i Danmark og Norge.
- TCM lancerer løbende nye innovative produkter og tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. Nye produktserier er kendetegnet af et bæredygtigt produktdesign (cirkulært design). Sidste år lancerede Tvis MG30 serien.
- TCM har lav kreditrisiko på de enkelte forretninger med afdækning via bankgarantier og ved brug af kreditforsikringer. Da over 90 % af produktionen udføres på grundlag af indgåede kundeordrer, er der normalt ikke behov for pengebinding i store lagre af færdigvarer.
- TCM har opnået 3. parts godkendte og validerede Miljøvaredeklarationer (kaldet EPD'er), hvilket dækker over alle laminat bordplader produceret af TCM gruppen samt størstedelen af alle skabe produceret for og solgt gennem kæderne Svane Køkkenet, Tvis Køkken og Nettoline. TCM er den første køkkenproducent i Skandinavien med sådanne data, hvilket styrker selskabets ESG-profil.
- Næsten alle spånplader fremstilles af affaldstræ fra dansk industriproduktion, mens øvrigt træforbrug kommer fra FSC-certificeret skovbrug. 92 % af al input til produktionen produceres i Europa, heraf over 50 % i Danmark og Tyskland. Det reducerer transportbehovet og klimabelastningen. TCM optimerer løbende produktionen med henblik på at reducere selskabets CO2 udslip – blandt andet ved lukning af et syrehærdende lakanlæg, hvor processen gøres mere bæredygtig. Fokus er at optimere bæredygtigheden både internt og hos underleverandører: Sidste år har TCM Group tilsluttet sig SBTi (Science Based Target Initiative), hvilket er endnu et skridt på vejen mod en reduktion af CO2 emissionen for hele værdi-kæden. Selskabets Scope 1 og Scope 2 udledning blev sidste år reduceret med 36 % og målet er at blive CO2 neutral i 2028.
- Selskabet beskæftigede 466 medarbejdere ultimo første kvartal mod 449 året før.
- Ledelse: Torben Paulin (født 1966) er CEO. Thomas Hjannung (født 1973) er CFO. Anders Skole-Sørensen blev valgt som formand for bestyrelsen på seks personer på generalforsamlingen i år.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017. I juli 2023 blev der gennemført en emission ved salg af 1.221.419 nye aktier, hvilket tilførte TCM et netto-provenu på 77 mio. kr. til delvis dækning af købet af AUBO Productions. Ydermere blev der udstedt 149.925 nye aktier som en del af betalingen til sælgeren. Samlet antal udestående aktier er herefter 10.513.638, hvoraf TCM selv ejer 75.000.
- Selskabet har en strategi om årligt at udlodde 40-60 % af nettooverskuddet, hvortil kommer opkøb af egne aktier og eventuelle ekstraordinære udbytter. Der udloddes ikke udbytte for 2023 og næppe heller for 2024.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2023: Paradigm Capital Value Fund 15,8 %, Paradigm Capital Value LP 12,1 %, BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S 10,8 %, ATP 10,3 %. Der foreligger ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

TCM
Group

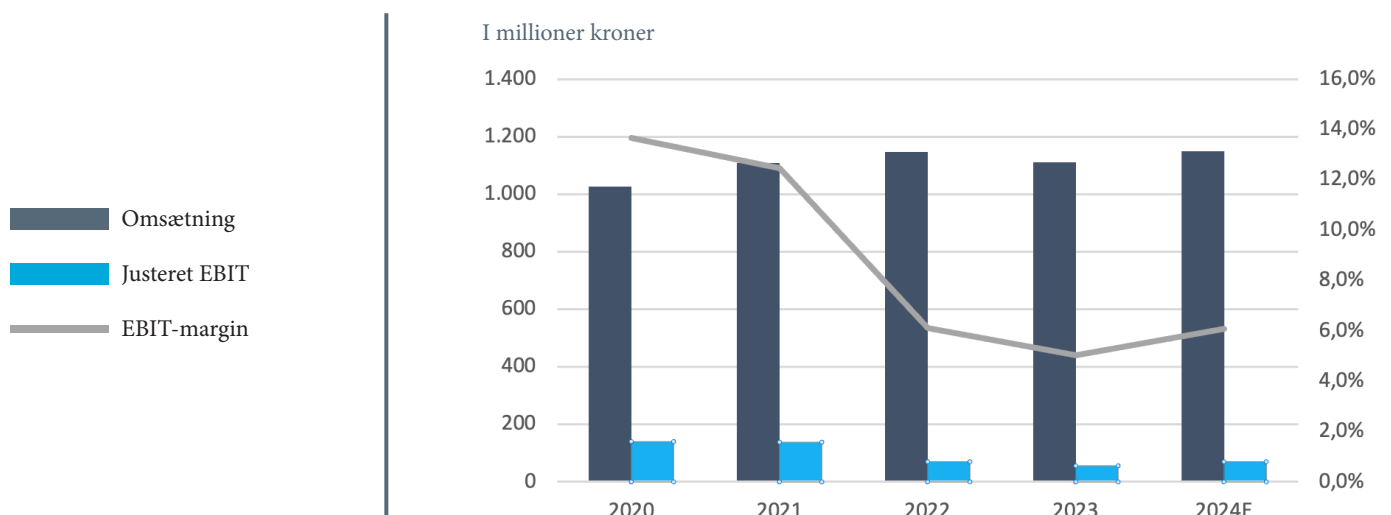
ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q1-regnskab 2024



REGNSKABSTAL

mio. kr.	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Omsætning	1.007	1.025	1.108	1.146	1.111	1.150
Justeret EBITDA	174	161	155	115	77	100
EBITA	154	142	138	97	52	75
Justeret EBIT	154	140	138	103	56	70
Resultat før skat	142	131	136	89	27	40
Nettoresultat	111	102	111	70	22	30
Antal ansatte gns.	489	483	504	496	482	450
Aktiver	911	929	907	970	1.201	1.200
Immaterielle aktiver	551	543	546	556	672	650
Materielle aktiver	111	133	146	180	238	225
Nettorentebærende gæld	52	-43	-199	288	349	325
Egenkapital	473	574	420	421	530	540
Justeret EBIT margin %	15,3	13,6	12,4	9	5,0	6,1
Egenkapitalforrentning %	25,2	19,5	22,3	16,6	4,6	5,6
Resultat pr. aktie	11,1	10,2	11,5	7,75	2,2	2,9
Udbytte	0	13	6	0	0	0
Indre værdi	47,3	57,4	45,8	46,4	50,7	51,7

2024E er udtryk for Aktieinfos estimater





JOHN STIHØJ

Født 1960. Mangeårig erfaring fra den finansielle branche, bla. via ansættelse i skandinaviske banker i Luxembourg i 7 år. Selvstændig indenfor den finansielle branche siden 1994. Ejer af Aktieinfo Danmark ApS.

Aktieinfo er stiftet i 2001 og er et af Danmarks førende, uafhængige analysehuse med fokus på både danske og udenlandske aktier.



Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet med fire årlige analyser, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo og/eller John Stihøj ejer aktier i selskabet på analysetidspunktet. Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.