

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2025



- Køkkenproducenten TCM Group løftede i Q3 salget med 4,1%, hvoraf 2,7% var organisk. Danmark stod for 81,5% af omsætningen efter en stigning på 3,5%, hvoraf 1,8% var organisk. Dermed steg salget nogenlunde tilsvarende væksten på det danske køkkenmarked. Salgs-væksten skyldes stigende forbrugersalg (B2C). Opgjort for årets første tre kvartaler var der tale om en salgsvækst på 4,8% til 946,1 mio. kr., hvoraf 3,2% var organisk. Det danske salg steg med 4,3%, mens salget i Norge steg med hele 7,7%.
- Tidligere i år overtog TCM Group to Svane Køkkenet butikker i Aalborg og Hjørring som følge af uønsket drift for franchisetagerne. I seneste kvartal er en AUBO-butik i Esbjerg og en Nettoline-butik i Kolding også blevet overtaget. TCM Group er ikke den ideelle ejer, og der er kun tale om en midlertidig løsning, til man finder nye franchisetagere. På den korte bane har det øget antallet af ansatte i TCM Group og givet en negativ effekt på indtjeningen.
- Bruttomarginen er dog alligevel steget til 21,4% mod 20,3% året før. Det skyldes stigende salgspriser og effektivitetsforbedringer.
- Den styrkede bruttomargin ses også på driftsresultatet (EBIT), der i årets tre første kvartaler er steget til 67,4 mio. kr. mod 60,5 mio. kr. i samme periode året før. Renteudgifterne er faldet med 8,1 mio. kr. som følge af lavere renteniveau, hvilket sikrer en bundlinje på 43,9 mio. kr. mod 34,7 mio. kr. i samme periode sidste år.
- Det frie cash flow er opgjort til 32,7 mio. kr. og cash conversion ratioen til 75%.
- Resultat pr. aktie for årets første tre kvartaler er 4,24 kr. – en fremgang fra 3,32 kr. i samme periode året før. Aktieinfo estimerer for året et resultat pr. aktie på 6,4 kr., hvorved aktien handler til en P/E 2025E på 10,7. Det er lavt set i forhold til gennemsnittet for danske aktiers prisfastsættelse.
- Guidance for 2025 indsnævres til en omsætning på 1.260-1.280 mio. kr. og et EBIT-resultat på 93-100 mio. kr.
- Efter kvartalsrapporteringen har TCM Group købt den resterende ejerandel på 55% af onlineplatformen Celebert. Restkøbesummen på 80 mio. kr. er betalt til

AKTUEL KURS: 68,6

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 696,2 mio. kr.

Antal aktier: 10,149 mio. (korrigeret for egne aktier)

sælgeren ultimo november. Købet får kun beskeden indflydelse på 2025-resultatet, men i 2026 vil Celebert bidrage flot til salg og indtjening. Med fuldt ejerskab over Celebert åbnes der for mulig ekspansion af onlinesalget.

- Den lave rente i Europa forventes fastholdt i 2026. Det vil alt andet lige understøtte en stigende aktivitet i nybyggeriet til gavn for en køkkenproducent som TCM Group. De private forbrugere har allerede i år øget deres køb af nye køkkener, mens B2B-salget endnu er trægt. B2B-salget er præget af store og ofte fler-årige aftaler, og derfor kommer et opsving i dette salg med en vis tidsforskydning. Formentlig vil B2B-salget stige i 2026.
- Da TCM Group i 2017 blev børsnoteret til kurs 98, var det på baggrund af en årlig omsætning i niveauet 800 mio. kr. og en bogført egenkapital på 305 mio. kr. For 2025 estimerer vi en omsætning på 1.270 mio. kr. og en egenkapital på 600 mio. kr. Selvom en kapitaludvidelse har øget antallet af udestående aktier, så giver det ikke mening, at aktien i dag handler 30% under IPO-kursen fra 2017. I perioden har TCM Group udloddet pæne udbytter samt foretaget flere strategiske opkøb.
- 2026 bliver formentlig et år med samme moderate salgsvækst som i år. Indtjeningen kan formentlig blive forbedret som følge af det fulde ejerskab af Celebert, fastholdelse af højere salgspriser samt iværksatte omkostnings- og effektivitetstiltag.
- Aktieinfos vurdering er, at aktien rummer en interessant upside i takt med fortsat vækst og en styrkelse af indtjeningen. Langsigtet køb er vores vurdering. Bagsiden af medaljen er begrænset investorinteresse og omsættelighed af aktien som følge af noteringen i SmallCap-indekset.

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.

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2025

AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 65-75

Kursudvikling 12-18 mdr.: 75-85

Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 85-120

Generalforsamling: 09-04-2025

Næste analyse: Efter årsregnskab den 26-02-2026

Høj/lav seneste 12 måneder: 79,4 / 60,8



SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2025 OG PÅ LÆNGERE SIGT

TCM Group forventer i år at omsætte for 1.260-1.280 mio. kr. (1.204 mio. kr. i 2024) og at opnå et justeret EBIT-resultat på 93-100 mio. kr. (90 mio. kr. i 2024). Pr. 25. november har TCM Group opnået fuldt ejerskab af onlineplatformen Celebert bestående af kitchn.dk, billigske.dk og Just Wood. Overtagelsen sker på et senere tidspunkt af året end oprindeligt forventet og får derfor begrænset effekt på guidance. Celebert omsatte sidste år for ca. 150 mio. kr. med en EBIT-margin på ca. 11 % i 2024. Den fulde effekt af opkøbet må vente til 2026.

TCM fastholder strategien om på kort til mellemlangt sigt at opnå to-cifret procentuel salgsvækst og en styrkelse af indtjening og cash-flow. Der vil fortsat blive investeret og optimeret i produktion, forsyningskæder og e-commerce-delen, ligesom opkøb er en del af strategien.

Det er fortsat et mål på mellem- til langt sigt at åbne ekstra 8-12 Svane Køkkenet butikker i Norge og bringe antallet op på 15-20.

Flot vækstrejse siden børsnoteringen i 2017

Siden børsnoteringen i 2017 er omsætningen steget fra ca. 800 mio. kr. til ca. 1.270 mio. kr. i år. Generelt har TCM Group formået at vækste mere på det danske hjemmemarked end køkkenmarkedet er steget. Man har altså taget markedsandel. Styrken hos TCM Group er multibrand strategien med et meget diversificeret udbud af køkkener i alle prisklasser. Desuden har TCM Group været dygtige til produktinnovation og effektiviseringer.

I 2017 blev aktiviteterne udvidet med købet af gør-det-selv brandet Nettoline med nu 27 forhandlerdrevne butikker i Danmark, Norge, Island og Færøerne. Nettoline åbnede et nyt markedssegment, der adskilte sig fra de daværende brands, Svane Køkkenet og Tvis Køkkener. Produktpaletten blev udvidet.

I 2021 købte TCM en ejerandel på 45% af Celebert, hvis styrke er onlinesalg, hvortil TCM er leverandør. Med købet af Celebert tog TCM et stort skridt mod e-commerce. Pr. 25. november har man overtaget de resterende 55% af Celebert for 80 mio. kr. Det fulde ejerskab åbner en række muligheder indenfor e-commerce.

AUBO blev i 2023 købt på et tidspunkt, hvor køkkenbranchen var hårdt udfordret af høj rente og vigende efterspørgsel efter køkkener. Købet blev gennemført til en efter Aktieinfos mening meget attraktiv pris. Med AUBO blev butiksnetworket styrket i Danmark og især i Norge, hvor AUBO sælger sine produkter i shop-in-shops hos Norges største byggevarekæde, Optimera.

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2025

TCM Group fremstår i dag stærkt funderet med produkter i alle prisklasser og med en stærk e-commercedel. Internt er der sket tilpasninger og effektiviseringer, indført et fælles ERP-system, foretaget en række miljøcertificeringer m.m. Vi finder det uforståeligt, at aktiekursen siden børsnoteringen til kurs 98 nu er faldet til 68,6. Det giver efter vores vurdering basis for en stigende aktiekurs i de kommende år, hvor vi spår selskabet gode odds for at opnå en markant fremgang i salget og en styrket indtjening.

Finansielle mål på kort- og mellemlang sigt: To-cifret procentuel vækst i omsætningen og styrket indtjening.

TCM sigter mod to-cifret procentuel årlig salgsvækst på kort- til mellemlangt sigt. Det er ambitiøst, da det underliggende køkkenmarked ikke vokser tilsvarende. Salgsfremgangen skal ske via alle brands, på alle markeder og salgskanaler. For at nå vækstmålene skal der foretages investeringer, herunder opkøb primært i Skandinavien. Opkøb vil dog kun finde sted, hvis det kan bidrage til indtjening og cash flow. Internt vil man fortsat søge at opnå effektiviseringer i produktionen og forsyningskæderne og ved brug af moderne produktionsteknologi. Et eksempel på et internt tiltag er et nyt ERP-system, der i år er blevet taget i brug, hvilket forbedrer effektiviteten, styrker samarbejdet med partnerne og forbedrer kundernes oplevelser i butikkerne.

Svane Køkkenet er det vigtigste brand. Her er der lagt en plan om åbning af 8-12 nye butikker i Norge.

Tvis Køkken har gennemgået en modernisering af butiksværket, hvilket sidste år bidrog til dobbeltcifret procentuel salgsvækst. Strategien er at øge markedsandelen uden åbning af mange nye forretninger. Der er dog udpeget white-spots for butiksopenning i nogle enkelte danske byer.

AUBO Productions: Her er der kun basis for åbning af nye butikker i ganske få byer i Norge, hvorfor væksten skal komme fra mersalg både B2C og B2B via de eksisterende butikker.

Nettoline: Der er basis for åbning af nye butikker i både Norge og Danmark.

E-commerce-salg sker i Danmark, Norge, Sverige og Tyskland. Med fuld kontrol over Celebert kan der opnås vækst i dette forretningsben – også i nye lande.

TCM er en god langsigtet investeringsmulighed men tålmodigheden testes

Køkkenbranchen oplevede salgsboom i forbindelse med nedlukningen som følge af Corona i 2020. Boom blev afløst af mismod, da krigen mellem Ukraine og Rusland brød ud i 2022 og sendte rente og inflation op. I år er markedsforholdene blevet mere normaliseret.

Nybyggeriet er igen i vækst, men uden at det endnu for alvor har øget efterspørgslen tilsvarende efter køkkener. På det norske marked imponerer ordreindgangen dog med to-cifret procentuel vækst.

B2C-markedet sikrer høj aktivitet hos TCM Group. B2B-markedet tager lidt længere tid om at komme op i fart, men når det sker, vil effekten vise sig flere år frem. Det vil for alvor kunne booste aktiviteten og indtjeningen fremadrettet.

2025 bliver et år med acceptabel vækst. Udsigten for 2026 ved vi først mere om, når årsregnskabet lander i februar 2026. Det er dog Aktieinfos vurdering, at 2026 på mange måder vil ligne 2025 – altså moderat vækst og acceptabel indtjening. Tiden må så vise, om øget B2B-aktivitet sætter ind mod slutningen af 2026, eller først senere.

TCM Group guider nu et salg i 2025 på 1.260-1.280 mio. kr. og et justeret EBIT på 93-100 mio. kr. I 2026 vil det fulde ejerskab af Celebert formentlig kunne løfte salget med ca. 150 mio. kr. og bidrage positivt til indtjeningen.

Aktieinfo estimerer et resultat pr. aktie i år på 6,4 kr., hvorved aktien prisfastsættes til en P/E 2025E på blot 10,7. Det er meget lavt set i forhold til den gennemsnitlige prisfastsættelse af danske aktier. Alene den lave prisfastsættelse burde kunne føre til en stigende aktiekurs. Aktiekursen bør i hvert fald baseret på de nuværende udsigter ikke kunne falde yderligere.

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2025



STYRKER

TCM står især stærkt på det danske køkkenmarked, hvor man år for år øger sin markedsandel. Vækst søges især i Norge, hvor der er basis for åbning af en del flere butikker. AUBO styrker positionen i Norge, hvor AUBO har en række shop-in-shops hos byggemarkedskæden Optimera. Med fuldt ejerskab af onlineforretningen Celebert kan der også denne vej søges vækst ved udvidelse til nye lande. TCM udbyder produkter i alle prisklasser. Innovation er en vigtig parameter for at skabe opmærksomhed hos forbrugerne. TCM satser på både B2C og B2B-salg, hvilket reducerer afhængigheden af konjunkturerne. Forretningsmodellen er Asset-Light og kræver ikke stor pengebinding, da butikkerne drives på franchisebasis.

SVAGHEDER

TCM er afhængig af udviklingen i byggesektoren og aktiviteten på ejendomsmarkedet. Lavkonjunktur rammer først B2C og efterfølgende B2B-salget - og modsat. Nu er B2C-salget igen på vej frem, mens det kan tage tid, før der også kommer en vending til det bedre for B2B-salget. Over tid udligner de to segmenter udsvingene. Der er mange konkurrenter på markedet, hvilket kan føre til priskonkurrence. Ekspansionsmulighederne er begrænset til lande i nærheden af selskabets fire fabrikker, idet transportomkostningerne ellers bliver for tunge. Undtagelsen er webhandel, der kan udvides til mere fjerntliggende lande. Der er begrænset finansielt råderum til yderligere gældsoptagelse og dermed reduceret mulighed for opkøb.

TCM
Group

MULIGHEDER

TCM kan søge vækst med åbning af fysiske butikker i Danmark og Norge. E-handelsdelen rummer betydeligt potentiale og styrkes med det fulde ejerskab af Celebert. B2B-salget viser de første tegn på forbedring, og her er der lagt en plan for at udvide B2B-salget i både Danmark og Norge. Et fortsat rentefald i Europa vil for alvor øge forbrugernes lyst til køb af nye køkkener og developeres incitament for at bygge nye huse (og dermed købe nye køkkener).

TRUSLER

I de senere år har TCM været ramt af negativ udvikling i konjunkturerne med lavere vækst end normalt, men dog i hele perioden med positivt resultat til følge. TCM er en lille nr. 3 på markedet i Skandinavien. De to største konkurrenter er Nobia og Ballingslöv – begge Sverige. I kampen om kunderne kan der opstå en krig på prisen til ugunst for indtjeningen i virksomheden.

SENESTE ANALYSER

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling		
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 mdrs. sigt
26-05-2025	79	75-85	85-95	95-120
11-03-2025	74	70-80	80-90	90-120
06-12-2024	61,8	60-75	75-85	85-120
22-08-2024	68	65-75	75-85	85-120

OM TCM GROUP A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien efter de svenske konkurrenter Nobia og Ballingslöv. Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion sker på to fabrikker i Tvis og to i den nærliggende by Aulum.
- TCM gør brug af en multi-brand strategi med Svane Køkkenet som det primære brand. Tvis Køkkener er det oprindelige brand. AUBO er kommet til i 2023 via et opkøb, hvortil kommer Nettoline. Desuden sker salg via private label og e-handel. Produkterne dækker hele prisspektret. Salget sker via ca. 220 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf ca. halvdelen er brandede butikker. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere, mens private label omfatter salg til byggemarkeder i Danmark, Norge, Island og Færøerne. TCM har et mål om løbende at åbne nye brandede butikker - indtil videre i Danmark og Norge.
- Danmark var i 2024 det største marked med en andel af salget på 80 %, mens salget i Norge som følge af udvidelsen med køb af AUBO er steget til 19 %. Øvrige markeder står for 1 % af salget.
- **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 ca. 30 brandede franchise butikker i Danmark og 9 i 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 21 butikker i Danmark, en i Norge og en på Island.
- **AUBO** producerer og sælger køkkener og inventar til badeværelser. AUBO sælges via i alt 24 butikker i Danmark, Norge, Island og Færøerne. Butikkerne i Norge er shop-in-shops hos byggemarkedskæden Optimere.
- **Nettoline** fremstiller køkken-, bad- og garderoobeinventar rettet mod gør-det-selv segmentet med produkter i god kvalitet til konkurrencedygtig pris med salg via 27 forhandlerdrevne butikker i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- **Private label** salg (TCM's produkter under kundens eget navn) sker i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- **E-handel** sker i Danmark, Norge, Sverige og Tyskland.
- **B2B** omfatter salg til professionelle kunder, herunder typehusfirmaer og projektudviklere. B2B-salget er præget af flerårige aftaler.
- TCM lancerer løbende nye innovative produkter og tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Torben Paulin
CEO



Jan Boendorf Madsen
CFO



Anders Skole-Sørensen
Bestyrelsesformand

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2025

- 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 3. parts godkendte og validerede Miljøvaredeklarationer (kaldet EPD'er), hvilket dækker over alle laminat bordplader produceret af TCM gruppen. TCM er den første køkkenproducent i Skandinavien med sådanne data, hvilket styrker ESG-profilen.
- Næsten alle spånplader fremstilles af affaldstræ fra dansk industriproduktion. Over 90 % af al input til produktionen produceres i Europa, heraf over 50 % i Danmark og Tyskland. Det reducerer transportbehovet og klimabelastningen. TCM optimerer bæredygtigheden både internt og hos underleverandører. TCM Group er tilsluttet SBTi (Science Based Target Initiative), hvilket sikrer en reduktion af CO2 emissionen for hele værdikæden. SBTi anbefalingen er 42 % reduktion i Scope 1 og 2 i 2030, men TCM har allerede reduceret med 53 % i forhold til 2021 baseline.
- TCM Group beskæftigede 520 ansatte ved udgangen af tredje kvartal mod 489 året før. Stigningen i medarbejdertallet skyldes primært overtagelsen af to detailbutikker i Q1 og Q3, hvilket har tilført 26 ansatte.
- Ledelse: Torben Paulin (født 1966) er CEO. Jan Boendorf Madsen er pr. 1. november 2025 tiltrådt som ny CFO. Anders Skole-Sørensen er formand for bestyrelsen.
- 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 nettoprovenu på 77 mio. kr. til delvis dækning af købet af AUBO Productions. Samlet er antallet af udestående 10.331.741, hvoraf TCM selv ejer 181.897. Selskabet har en strategi om årligt at udlodde 40-60 % af nettooverskuddet, hvortil kommer eventuelle opkøb af egne aktier og eventuelle ekstraordinære udbytter.
- Aktionærforhold: Paradigm Capital Value Fund 15,8 %, Paradigm Capital Value LP 12,1 %, BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S 10,8 %, ATP 10,3 %. Der er ikke oplyst tal for antal aktionærer og geografisk fordeling. I år har Bank of America meldt sig som ny storaktionær med meget skiftende ejerandel. Vi kan ikke forklare, hvordan ejerandelen kan svinge fra 1 til 10% og modsat fra uge til uge.

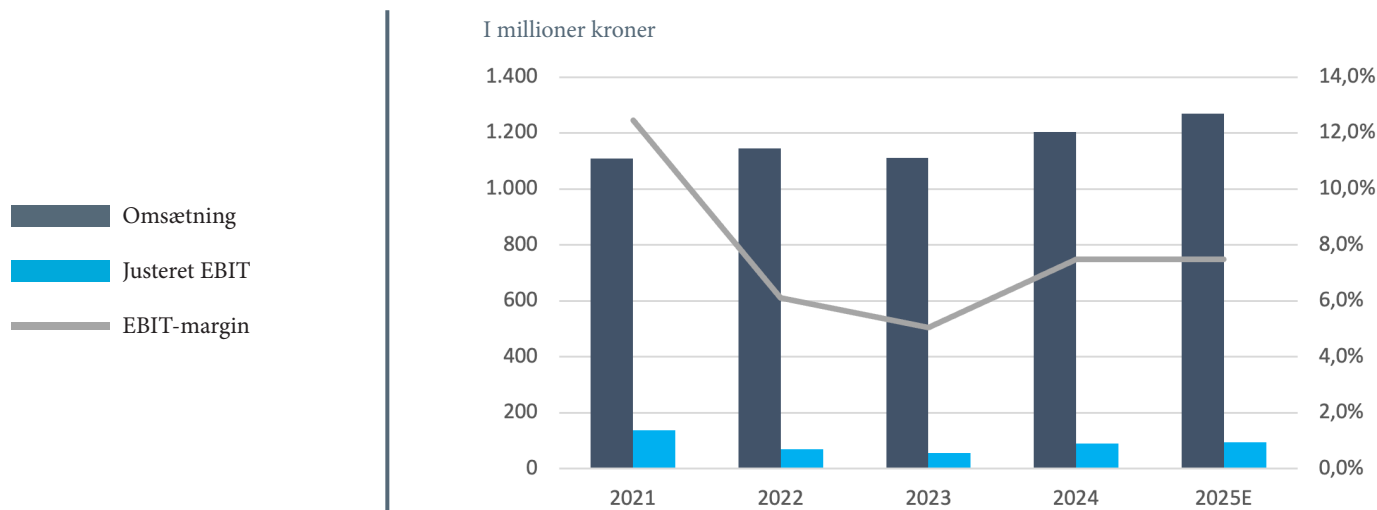
TCM
Group

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2025



REGNSKABSTAL

mio. kr.	2020	2021	2022	2023	2024	2025E
Omsætning	1.025	1.108	1.146	1.111	1.204	1.270
Justeret EBITDA	140	138	103	56	90	95
EBITA	131	136	89	27	69	80
Justeret EBIT	102	111	70	22	58	65
Resultat før skat	483	504	496	482	481	525
Nettoresultat						
Antal ansatte gns.	929	907	970	1.201	1.206	1.300
	543	546	556	672	692	700
Aktiver	133	146	180	238	236	250
Immaterielle aktiver	-43	-199	288	349	316	400
Materielle aktiver	574	420	421	530	589	600
Nettorentebærende gæld						
Egenkapital	13,6	12,4	9	5	7,5	7,5
	19,5	22,3	16,6	4,6	10,4	10,9
Justeret EBIT margin %						
Egenkapitalforrentning %	10,2	11,5	7,75	2,2	5,51	6,4
	13	6	0	0	3	5
Resultat pr. aktie	57,4	45,8	46,4	50,7	56,4	59,1
Udbytte						
Indre værdi						



ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2025



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 ikke 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.