

TCM vinder markedsandel og øger salget organisk med hele 9,9 % i Q2. Åbning af nye forretninger i Norge er nært forestående. Omkring årsskiftet 2018/19 vil der være 66 brandede forretninger (op fra 62). Stærkt momentum i salget og markant stigning i indtjeningen. Guidance for 2018 løftes.

- Organisk salgsvækst i Q2 på hele 9,9 % og 6,7 % for halvåret. Det er betydeligt over den generelle markedsvækst for køkkenmøbler. TCM fortsætter altså med at vinde markedsandele trods hård konkurrence.
- Indtjeningen er fulgt med op i et endnu højere tempo. Påvirkningen fra særlige udgifter til børsnoteringen og indkøring af tilkøbte selskaber er overstået. Vi forventer en overskudsgrad (EBITA) på 16,1 % for indeværende år.
- Positive synergier fra købet af Nettoline i januar 2017 er fremkommet hurtigere end oprindeligt ventet.
- Danmark er hovedmarkedet med 89 % af omsætningen. Norge er udset som vækstmarked med planlagt åbning af 8-12 nye butikker på kort til mellemlangt sigt. Der er indgået aftaler med selvstændige forhandlere om åbning af to Svane brandede butikker i Norge med start i hhv. Q4 i år og Q1 2019. Selskabet har ikke selv fremlagt planer for Sverige, men her vurderer vi, at der er basis for en betydelig udvidelse af selskabets markedsandel, hvis man vil satse offensivt på at udvide salget.
- TCM vokser mere end det underliggende marked. Det har været tilfældet i de sidste mange år og vil også blive tilfældet i år, hvis prognosen om en organisk salgsvækst på 10 % efterleves. Det danske marked vurderes af TCM til at vokse med 2-3 % i år, så der er altså tale om et betydeligt mersalg i forhold til markedet. TCM's position i Danmark styrkes således markant, hvilket i sig selv kan skabe positiv interesse fra forhandlere i byer, hvor man endnu ikke er til stede.
- Svane butikker i Danmark drives på franchisebasis, mens øvrige butikker varetages af selvstændige forhandlere. Det er derfor forbundet med relativt få omkostninger for TCM af åbne nye butikker. Pengebindingen i nye butikker er meget lav, og derfor er der ingen bremse på dette punkt.
- Selskabets finansielle situation muliggør gennemførelse af opkøb, såfremt det rette tilbud måtte komme. Det var tilfældet med Nettoline, der blev købt i januar 2017. Det styrkede stillingen inden for billige køkkenløsninger, og der bruges mere moderne salgsmetoder. Integrationen er forløbet hurtigere end ventet.
- TCM's produkter sælges desuden som private label og i alt forhandles de TCM-fremstillede varer i ca. 125 butikker i Skandinavien, og heraf er der 62 brandede salgssteder. Indenfor det næste halve år ventes dette tal at stige til 66.
- TCM er begunstiget af stigende økonomisk vækst i selskabets aftagerlande, hvor lav rente og god gang i ejendomsmarkedet bidrager til høj efterspørgsel på nye køkkener. Det skal pointeres, at en stor del af afsætningen sker Business2Business. Man vil derfor næppe blive ramt hårdt ved en opbremsning i salget til privat-segmentet.
- Vi estimerer et resultat pr. aktie i 2018 på ca. 10 kr., hvorved aktien handler til en estimeret P/E på 10,3. Vi anbefaler køb på både kort og langt sigt (før Hold på kort sigt). Desværre indebærer noteringen i Small-cap indekset, at likviditeten i aktien er lille, og der er begrænset analytikerdækning. Det reducerer interessen hos de private investorer.

Aktuel Kurs: 103

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1,03 mia. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

Næste regnskab: Q3 regnskab den 07-11-2018



Anbefaling:

Kort sigt: Køb (før Hold)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 100-115 (før 95-110)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 115-125 (uændret)

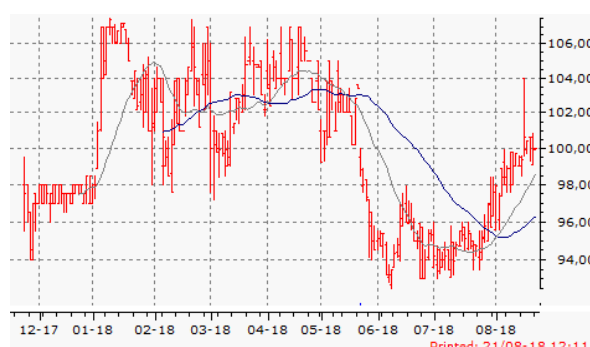
Tidligere anbefaling: Hold/Køb den 22-05-2018 ved kurs 100

Selskabets forventninger til 2018

Opjustering efter en organisk salgsvækst i Q2 på 9,9 % og en betydelig stærkere fremgang i indtjeningen. TCM løfter prognosen til et salg på 890-910 mio. kr. (fra 870-900), EBITA til 140-150 mio. kr. (fra 130-140) og EBIT til 130-140 mio. kr. (fra 120-130). For hele året venter ledelsen fortsat at vinde markedsandel. Cash conversion og arbejdskapitalen ventes fastholdt på det flotte niveau fra 2017, hvilket dog vil kunne ændre sig i tilfælde af opkøb af andre firmaer. Investeringsbehovet ændres der ikke på, idet niveauet på 1-2 % af omsætningen fastholdes.



Kursgraf siden børsnotering



Høj/lav siden børsnotering 24-11-2017: 107,4 / 93

Facts om TCM Group A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien. Danmark er det største marked og udgør tæt på 90 % af koncernens salg. Produkterne omfatter køkkenmoduler, bordplader, skydedøre, tilbehør samt levering af hvidevarer. Der er tale om en multi-brand strategi, der dækker hele prisspektret. Svane køkkenet er det største og vigtigste brand efterfulgt af Tvis køkkener, Nettoline og kitchn.dk. Hertil kommer private label salg. Svane køkkener er kendetegnet af en moderne og tidssvarende profil med fokus på bæredygtige materialer i høj kvalitet. Nettoline, der blev købt i januar 2017, er rettet mod gørdet-selv kunder, hvor lav pris spiller en afgørende rolle. Man anvender udelukkende FSC-certificeret træ til de massive bordplader, ligesom der er en høj andel af genbrugsmaterialer i skabe og fronter – altså en bevidst miljørigtig profil.
- Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion foretages på to fabrikker i Tvis og en i den nærliggende by Aulum. Produktionen er præget af en fleksibel arbejdsstyrke og tilstrækkelig kapacitet til at klare en udvidelse af forretningsomfanget.
- Salget sker gennem ca. 125 forhandlere i Danmark og resten af Skandinavien, hvoraf 62 er brandede forhandlere af de dyreste mærker Svane og Tvis. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere (Svane på franchisebasis), mens private label består i salg til byggemarkeder. I Island sælges Nettoline via private label, hvilket også gælder for Færøerne med tillæg af Tvis-mærket. I Norge sælges Svane, Tvis, Nettoline og via private label. Sverige omfatter indtil videre kun salg af kitchn.
- TCM's aktivitetsniveau er afhængigt af udviklingen i byggesektoren i Skandinavien, primært Danmark. I den forbindelse skal det nævnes, at den største del af salget sker B2B og selskabet anslår, at 80-85 % af salget dækker udskiftning af køkkener. Implicit betyder det, at selskabet er mindre følsomt over for en eventuel konjunkturbestemt nedgang i nybyggeriet.
- Internt gøres brug af et fælles IT-system, hvilket muliggør tæt opfølgning på udviklingen i salget og produktionen. IT-mæssigt understøtter koncernen ligeledes de selvstændige forretninger, ligesom der fra centralt hold udføres fælles markedsføringskampagner og uddannelse af nye forhandlere.
- TCM har lav kreditrisiko på de enkelte forretninger med afdækning via bankgarantier og ved brug af kreditforsikringer. Da over 90 % af produktionen udføres på baggrund af indgåede kundeordrer, er der ikke behov for pengebinding i store lagre af færdigvarer. TCM er særdeles dygtig til at håndtere den investerede kapital, hvilket ses af en negativ arbejdskapital på 6,1 % og en cash conversion rate på 103,6 %. Pengene kommer med andre ord ind, før de kommer på arbejde igen.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017 efter i 11 år at have været ejet af kapitalfonde. Nøjagtig på dagen for lock-up periodens udløb (24-05) solgte den hidtidige storaktionær IK Investment Partners sin resterende aktiepost, hvorved alle aktier nu er i frit flow. Det bemærkes, at CEO Ole Lund Andersen købte op i aktien i forbindelse med hovedaktionærens frasal. I perioden med ejerskab af kapitalfonde (blandt andet Axel) har selskabet gennemgået en positiv udvikling, som er fortsat i år.
- Ledelsesgruppen består af CEO Ole Lund Andersen (siden 2008) og CFO Mogens Elbrønd Pedersen (siden 2015). COO Karsten Rydder Pedersen (tidligere med i ledelsesgruppen) valgte af personlige årsager at opsig sin stilling pr. 28-06. Hans stilling vil blive delt op i to, en Supply Chain Manager og en adm. direktør for Nettoline. Lis Hammelsvang tiltræder pr. 01-11 som Supply Chain Manager. Hun kommer fra en ledende stilling inden for Supply Chain hos konkurrenten Nobia (HTH mv.). Hun medbringer altså stor ekspertise fra køkken-branchen. Arbejdet med at finde en ny direktør til Nettoline pågår fortsat. Denne personrokade er for os at se udtryk for, at man fremadrettet ønsker at øge indsatsen i Nettoline.
- Sanna Mari Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger) er bestyrelsesformand. På generalforsamlingen den 12-04 blev Carsten Bjerg og Søren Mygind Eskildsen valgt ind i bestyrelsen. Carsten Bjerg er tidligere CEO i Grundfos og sidder i bestyrelsen i Vestas og Rockwool. Søren Mygind Eskildsen er CEO i Louis Poulsen og bestyrelsesmedlem i Fiberline. Repræsentanten for IK Investment Partners er straks efter aktiesalget trådt ud af bestyrelsen. Bestyrelsen består af fem kompetente personer.
- Koncernen beskæftiger pr. 30-06 i alt 467 (418 for et år siden) medarbejdere. Der er primært tale om ansættelser i produktionen.
- Ejerforhold; Ved børsnoteringen i november 2017 fik man ca. 2.000 nye aktionærer. Pr. 24-05 solgte IK Investment sin sidste aktiepost på 19,66 %. Der foreligger ikke nøjagtige oplysninger omkring nuværende ejerskab, men fra fondsbørsmeddelelser ved vi, at Nordea Funds holder sig lige under 5 %, mens Handelsbanken ejer mere end 5 %. BI Invest Asset Management er pr. 21-08-2018 gået over en ejerandel på 10 % (10,26 %), mens bestyrelse og direktion ejer 8 %, hvoraf CEO Ole Lund Andersen ejer over 5 %. ATP ejer jvf. de seneste oplysninger over 10 %.

Flot udvikling i H1 og i særdeleshed i Q2 fører til en opjustering af selskabets guidance for 2018

Efter i 11 år at have været ejet af kapitalfonde var der i markedet frygt for, at TCM kunne være et "suttet bolsje". Frygten blev hos nogle forstærket ved, at storaktionæren IK Investment straks det var muligt solgte sin resterende ejerandel, og dermed er alle aktier nu ude i TCM. Optimisterne vil derimod udlægge frasalget positivt. Nu er aktierne solgt, og truslen om et pludseligt frasalg er væk. TCM's CEO Ole Lund Andersen har vist sit "commitment" til sit selskab, idet han købte en pæn del af storaktionærens aktier og ejer over 5 %.

Forretningsmæssigt viser TCM med regnskabet for H1 og Q2, at de gode takter fra tiden med ejerskab af kapitalfonde fortsætter. Især imponerer udviklingen i Q2 med en organisk salgsvækst på 9,9 %. Det vigtigste marked er Danmark, hvor den underliggende vækst for året jvf. TCM angives til niveauet 2-3 %. TCM Group fortsætter altså med at vinde markedsandel. Opgjort for halvåret var den organiske vækst på 6,7 %. Indtjeningen er i endnu højere grad fulgt med op. Driftsoverskuddet (EBIT) steg således med hele 32 % for halvåret og hele 48 % i Q2. Nettoresultatet er steget med ikke mindre end 64 % i Q2 og 46 % for H1. Nettoresultatet var i første halvår på 47,2 mio. kr. eller 4,7 kr. pr. aktie. Det frie cash-flow er steget fra 40,8 mio. kr. for et år siden til 52,8 mio. kr., altså mere cash end profit. I regnskabet er indeholdt en mindre ekstraordinær post relateret til integrationen af Nettoline, som blev købt i januar 2017. Frasalg af en fabrik i Horsens har bidraget til at reducere gælden. TCM er særdeles dygtig til at styre sit likviditetsflow, hvilket ses af en cash conversion rate på 103,6 %. Dette niveau skyldes, at man producerer efter ordre med kort frist for betaling fra kunders side, mens man omvendt har formået at forhandle gode aftaler på plads omkring selskabets betalinger til leverandører.

TCM er så komfortable omkring markedsudviklingen, at guidance for 2018 løftes. Der er udsigt til en organisk vækst på 10 %, hvilket er særdeles flot, når markedsudviklingen på det største marked i Danmark (ca. 90 % af salget sker her) estimeres til at vokse med 2-3 %.



Lækkert design i alle prisklasser karakteriserer de fire brands fra TCM Group. Billeder fra www.tcmgroup.com

Fremtidsperspektivet for TCM

Det totale marked for køkkenmøbler lå jf. prospektet fra november sidste år på ca. 9,1 mia. kr. i Danmark, Norge og Sverige i 2017. Markedsvæksten har i gennemsnit været 3,1 % for årene 2011-2016. Branchen er præget af hård konkurrence fra navne som IKEA, HTH, Vordingborg Køkkenet, Kvik, JKE, Designa og Invita for at nævne nogle af de største. HTH ejes af det børsnoterede svenske selskab Nobia, der jf. Marketscreeners.com handles til en P/E 2018E på ca. 11. Til sammenligning handler TCM til en estimeret P/E på 10,1, altså lidt lavere. Imidlertid vokser salget hos Nobia "kun" med estimeret 5-6 % og med en flad indtjeningsudvikling, mens TCM's vækstrater og indtjeningsfremgang er betydeligt større. TCM burde derfor handle til højere multipler end Nobia kursmæssigt.

Produktionsmæssigt kan TCM fortsat følge med den stærke salgsudvikling, idet der er ledig kapacitet på de tre fabrikker i Tvis og Aulum. Nye butikker åbnes på franchisebasis og med selvstændige forhandlere, hvilket reducerer investeringsbehovet. Der er således tale om en "asset light" model, hvor produktionen normalt først igangsættes efter en kundeaftale er indgået. Pengebindingen i lagre kan dermed holdes nede på et lavt niveau. Samtidig er TCM i en komfortabel situation med relativt korte betalingsbetingelser.

De to brands Svane og Tvis er de vigtigste. Nettolines og Kitchn's produkter ligger billigere i prisklasse. Integrationen af Nettoline forløber planmæssigt, og de fleste af de ventede synergibesparelser på årligt 8-10 mio. kr. er opnået i første halvår. Brandet kitchn er for "gør-det-selv"-folket og det eneste af koncernens brands, der er på markedet i Sverige. Indtil videre er der ikke meldt om butiksåbninger i Sverige, men på sigt anser vi Sverige som et marked, hvor TCM bør kunne udvide betydeligt. Derimod er der meldt om ekspansionsplaner i Norge, hvor der på kort til mellemlangt sigt vil blive åbnet 8-12 brandede butikker. En Svane butik vil blive åbnet i Trondheim i Q4, og der er indgået aftale med en uafhængig butiksindehaver om åbning af en Svane-butik i Drammen i Q1 2019. Det forekommer at være en klog beslutning af foretage en samlet markedsindtrængning i Norge, før man eventuelt ekspanderer i Sverige.

I marts er der åbnet to Tvis-forretninger i Esbjerg og Aabenraa. En Svane-butik åbnes i Køge ultimo året. Der er indgået aftale om åbning af Tvis-butik i Aalborg i Q4. TCM har selv overtaget en Svane-butik i Aabenraa. En proces for at finde en franchisetager til denne butik er igangsat. Hvis alt forløber planmæssigt, vil butiksnettet af brandede butikker vokse til 66 i løbet af de næste 4-7 måneder.

Ledelsen følger en nøje planlagt strategi omkring åbning af brande butikker (især i Norge) og samtidig med vedligeholdelse af butikkerne i de øvrige lande, herunder white-label salget. I årevis er det lykkedes TCM at vokse mere end markedet, og ud fra ledelsens planer anser vi det for sandsynligt, at denne positive linje kan fortsætte.

TCM er et godt langsigtet køb

De ydre markedsforhold udvikler sig fortsat godt for TCM. Boligmarkedet er præget af høj aktivitet, renten er lav og beskæftigelsen er stigende. Forbrugeroptimismen er høj. Det øger efterspørgslen for udskiftning af gamle køkkener, og der spares sjældent på køkkenet, når der bygges et nyt hus. Før eller siden vil vi se en opbremsning i prisudviklingen på fast ejendom, og optimismen vil atter dæmpes. Det vil påvirke salget hos TCM negativt, men det vil kun være kritisk, såfremt boligmarkedet "falder sammen". Jf. TCM udgør 80-85 % af afsætningen nemlig udskiftning af bestående køkkener, hvorved den direkte afhængighed af markedet for nybyggede boliger er begrænset. Samtidig står TCM stærkt indenfor B2B-salg. Her tegner boligselskaber sig for en betydelig del, idet der løbende er behov for udskiftning af køkkener i lejeboliger. Uanset konjunkturerne skal boligselskaberne løbende foretage renovering af køkken og bad. Der er dog primært tale om køkkener i den billige prisklasse. Vores konklusion er, at TCM først vil opleve alvorlig nedgang i efterspørgslen, såfremt renten for alvor stiger. En stigning på et par procent vil næppe have stor betydning.

TCM står stærkt på hjemmemarkedet i Danmark og i B2B-segmentet. Trods en god dækning i Danmark er der stadig plads til åbning af butikker i flere danske byer. 8-12 nye butikker, formentlig primært Svane-brandet, er planlagt i Norge, der i forvejen dækkes med 6 Svane-butikker, 6 Tvis, 27 Nettoline og 15 private label aftaler. Kitchn markedsføres slet ikke i Norge. Det gør dette brand derimod i Sverige, men TCM er kun til stede med 8 butikker i dette store land. Ekspansionsmulighederne i Danmark og især Norge samt Sverige er således fortsat til stede. E-handel er også en positiv mulighed for salg – endnu udgør det en lille del. På dette felt findes en ny salgskanal, hvilket dog nok primært vil blive rettet mod segmentet med de billige køkkener som Nettoline og kitchn ("gør-det-selv").

Den nettorentebærende gæld er på blot 189 mio. kr. Det giver mulighed for yderligere opkøb af konkurrenter, såfremt et godt tilbud viser sig. Nettoline er et glimrende eksempel på en succesfuld integration og et godt kødmandsskab fra ledelsens side. Integrationen er forløbet lidt hurtigere end ventet, og hovedparten af de ventede synergier på årligt 8-10 mio. kr. er allerede opnået i første halvår.

Produktudvikling er vigtig for at fastholde positiv interesse fra kundernes side. Den nyeste store produktlancering er Svanes RAW-køkken – et køkken i flot finér udført i egetræ med en specialudviklet overflade. Her oplevede TCM et hurtigere salg og højere efterspørgsel end ved tidligere produktlanceringer. RAW-køkkenet markedsføres løbende i TV-reklamer, hvilket vi tager som udtryk for fortsat god efterspørgsel. TCM har i tidligere år løbende lanceret nye produktserier, men af regnskabet fremgår der intet om, hvornår der er nyt på vej. Produktlanceringer er med til at fastholde interessen for både de nye og gamle produktkategorier. Det gælder jo om at få folk ind i butikkerne og give dem en god oplevelse.

Vi ser TCM som en spændende investeringsmulighed både på kort og længere sigt. Der er masser af muligheder for at opnå kontrolleret vækst organisk og hertil kommer udvidelser via opkøb. Den interne styring – også af finanserne – vidner om en ledelse med "hands-on". Selskabet drives stringent og ordentligt med stor faglig dygtighed og fokus på produkternes design og kvalitet. Med produktionen i god gænge handler det om produktudvikling og opbygning af salgsnet i andre lande - indtil videre primært i Norge. Ledelsens dybe engagement på ejersiden ser vi som en "blåstempling" og understregning af deres commitment til firmaet. Da storaktionæren har solgt sig helt ud, guidance for 2018 er blevet hævet og udsigterne ikke bare for dette år men også de kommende år tegner positivt, løfter vi vores kortsigtede anbefaling fra Hold til Køb. Langsigtet er anbefalingen uændret køb.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Stærk økonomi med et stort frit cash-flow giver plads til eventuelle opkøb. Udgifterne til åbning af nye butikker er begrænsede, da det foregår på franchisebasis og via selvstændige forhandlere. TCM har via et fælles IT-system godt overblik over ordreindgangen, og 90 % af produktionen sker efter ordre, hvilket sikrer en lav pengebinding. Produktionskapaciteten er langt fra udnyttet og kan derfor udvide output uden store investeringer. Ledelsen er dybt involveret i ejerkredsen.

Svagheder

Selskabet sælger sine produkter til en konjunkturfølsom branche. Selskabet er afhængig af de selvstændige forhandlers indsats i salgsleddet.

Muligheder

I Norge vil der blive åbnet 8-12 brandede butikker på kort til mellemlangt sigt. Derefter kunne man forestille sig en lignende – og måske endda endnu mere omfattende - indsats rettet mod Sverige. E-handel for mærkerne Nettoline og kitchn rummer betydelig mulighed for mersalg og burde kunne åbne adgang til salg i andre lande. På sigt kan ekspansion i andre lande også være en mulighed for de dyreste produkter, hvis man kan indgå aftaler med eksisterende veldrevne butikskæder som partner i hvert enkelt land.

Trusler

Efter 11 år med kapitalfonde som ejere er der givetvis kun få steder tilbage, hvor der kan strammes yderligere op. Efter flere gode år med gang i byggeriet, lav arbejdsløshed og voksende rådighedsbeløb i de danske familiers husholdning, vil en rentestigning kunne føre til nedgang i efterspørgslen på udskiftning af køkkener. Risikoen er, at vi befinder os tæt på toppen af konjunkturforløbet. Worst case er et pludseligt "eksogent chok", der kan lamme afsætningen og udløse hård priskonkurrence.

Regnskabstal

mio.kr.	2016 Proforma	2017	2018E
Omsætning	600	817	900
Justeret EBITA	86	123	145
EBIT	60	81	135
Resultat før skat	45	67	129
Nettoresultat	32	48	100
Antal ansatte gns.	336	410	470
Aktiver	796	806	840
Immaterielle aktiver	523	569	560
Materielle aktiver	108	85	85
Arbejdskapital netto	-59	-81	-70
Nettorentebærende gæld	171	226	140
Egenkapital	340	305	405
Justeret EBITA %	14,4	15,0	16,1
Egenkapitalforrentning %	NA	14,9	28,2
Resultat pr. aktie	3,5	4,8	10,0
Udbytte	0,0	0,0	4,0
Indre værdi	34,0	30,5	40,5



Seneste analyser:

Anbefaling:

Dato	Kurs	Kort sigt	Langt sigt
22-05-2018	100	Hold	Køb
09-03-2018	100	Hold	Køb

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 dækkende 2018 og 2019, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen 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.