

TCM-aktien handles til en P/E på blot 10. Danmark udgør 90% af salget, og her estimeres markedsvæksten kun at være på 2-3%, men TCM forventer at løfte sit salg med hele 9-11%. TCM har i flere år øget sin markedsandel, og det tyder også på at blive tilfældet i 2018 og i de kommende år.

- For 2018 ventes et løft i salget på 9-11% til 890-910 mio. kr. 2017 var et år præget af ekstraordinære udgifter til bl.a. integrationen af Nettoline, som blev købt i januar 2017, og børsnoteringen i november. Bortfald af disse særlige poster, lavere finansposter (reduceret gæld), og den nævnte salgsvækst vil i år føre til et markant løft i nettoindtjeningen. Vi estimerer et nettoresultat på 100 mio. kr., hvilket er en fordobling fra 48 mio. kr. i 2017.
- TCM har lagt en plan for åbning af nye butikker i Norge. Målet er 8-12 nye butikker på kort til mellemlangt sigt. Når ekspansionen i Norge er bragt på plads, er der mange muligheder for at igangsætte andre væksttiltag. Vi ser især muligheder for butiksåbninger i Sverige, hvor de to hovedbrands Svane og Tvis slet ikke er til stede. Der er mulighed for at udvide på kryds af landegrænserne med de enkelte brands, der har hver sin profil (og prispunkt).
- Den finansielle situation er stærk. Gælden er nedbragt, cash-flowet udvikler sig flot og selskabet udviser en imponerende evne til cash conversion. Finansielt kan man bære et nyt opkøb i mindre målestok, såfremt et godt tilbud måtte vise sig.
- Investeringsbehovet er begrænset, da de nuværende produktionsfaciliteter har plads til større volumen. Der er tale om en "asset light" forretningsmodel.
- Ejerstrukturen bærer præg af langsigtede investorer, og ledelsen har selv en stor ejerandel.
- Den største risiko er konjunkturudviklingen på boligmarkedet. De første tegn på afmatning med stagnation i udviklingen på boligmarkedet har vist sig i storbyerne. Hvis/når boligpriserne for alvor måtte falde, og friværdien dermed udhules, vil det kunne ramme salget negativt. Dette hænger i høj grad sammen med renteutviklingen, hvor en markant rentestigning også vil udgøre en udfordring for salget hos TCM. Det skal bemærkes, at 80-85% af det nuværende salg omfatter renovering/ udskiftning af køkkener, og almene boligselskaber udgør en væsentlig og stigende del af B2B salget. Lejeboliger skal løbende have udskiftet køkkener uanset høj- eller lavkonjunktur. Det reducerer til en vis grad afhængigheden af situationen på boligmarkedet og renteutviklingen.
- Det er imponerende, at TCM er i stand til år efter år at vokse væsentligt mere end det underliggende marked, der ellers er præget af hård konkurrence. Det skyldes givetvis selskabets stærke position på B2B markedet.
- Vi anbefaler køb af aktien på både kort og langt 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: 100

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1,0 mia. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

Næste regnskab: Årsregnskab den 27-02-2019



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 100-115

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 115-125

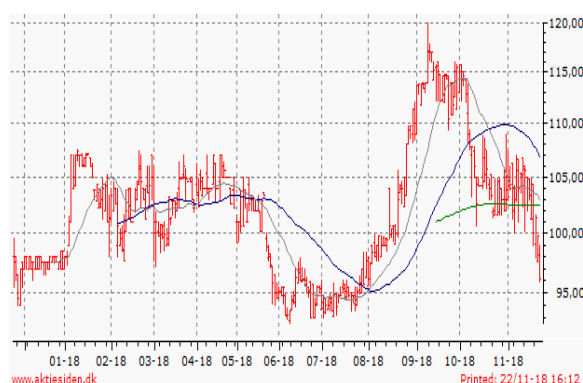
Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 23-08-2018 ved kurs 103

Selskabets forventninger til 2018

TCM Group opjusterede årets Guidance i forbindelse med halvårsregnskabet. Ved Q3-præsentationen blev denne guidance fastholdt, dvs. en omsætning på 890-910 mio. kr., EBITA i intervallet 140-150 mio. kr. og EBIT i intervallet 130-140 mio. kr. Danmark er selskabets største marked med en andel af salget på ca. 90%. TCM estimerer markedsvæksten i Danmark til 2-3%, mens man selv forventer at løfte salget med 9-11%. TCM venter således fortsat at vinde markedsandel.



Kursgraf siden børsnotering



Høj/lav siden børsnotering 24-11-2017: 117,2 / 93

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.

Facts om TCM Group A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien. Danmark er det største marked og udgør lige over 90% af koncernsalget. 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 gør-det-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 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 og 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 (Business-to-Business) og selskabet anslår, at 80-85 % af salget dækker renovering/udskiftning af køkkener. Den store andel af B2B-handel reducerer selskabets afhængighed af udviklingen i nybyggeriet.
- Internt gøres brug af et fælles IT-system, der 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 6,4% (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 99,4% pr. 30-09-2018. Pengene kommer med andre ord ind, før de kommer på arbejde igen.
- 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 opsige sin stilling pr. 28-06. Hans stilling deles fremover mellem Supply Chain Manager Lis Hammelsvang og Erik Theill Christensen som adm. direktør for Nettoline. Begge de nyansatte har ekspertise fra køkken-branchen. Sanna Mari Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger) er bestyrelsesformand. Bestyrelsen består af fem kompetente personer.
- Koncernen beskæftiger pr. 30-09 i alt 471 (435 for et år siden) medarbejdere. Der er primært tale om ansættelser i produktionen.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017 efter i 11 år at have været ejet af skiftende kapitalfonde. Ved børsnoteringen i november 2017 fik man ca. 2.000 nye aktionærer.
- Ejerforhold: Pr. 24-05 solgte kapitalfonden IK Investment sin sidste aktiepost på 19,66 %. De største aktionærer er herefter BI Asset Management > 10%, ATP > 10%, Handelsbanken > 5%, Luxempart S.A. > 5%, Nordea Funds < 5 %. Bestyrelse og direktion ejer 8%, hvoraf CEO Ole Lund Andersen ejer over 5%.

TCM fortsætter med at vinde markedsandel efter en organisk vækst på hele 9,5% i Q3

Kursmæssigt har aktien klaret første år som børsnoteret bedre end den generelle udvikling på børsen i Danmark. En beskedent kursstigning på 2% skal nemlig sammenlignes med et fald i C20 Cap-indekset i samme periode på 7,2%. Likviditeten i aktien har på visse dage været meget stor, mens der nogle få dage slet ikke har været omsætning i aktien. I alt er der blevet foretaget 10.476 handler i aktien svarende til 43 pr. børsdag. Det er en udfordring at tiltrække private investorer, når aktien er noteret i Small-Cap indekset. Og det er synd, for det går aldeles glimrende for køkkenproducenten TCM Group.

Få selskaber kan levere så gode resultater som tilfældet er hos TCM Group, hvor især Q3 regnskabet imponerer. Der meldes om en organisk vækst på hele 9,5%, hvilket er langt over væksten i det underliggende køkkenmarked i Danmark. Opgjort år til dato er væksten på 7,6%, hvilket skal ses i relation til en markedsvækst i Danmark på estimeret 2-3%. Det danske marked udgjorde 91% af salget i Q3 og

udviste en organisk vækst på hele 12,1%. Svane og Tvis har haft et flot salg til især B2B-segmentet. Salg på øvrige markeder (Island, Færøerne, Norge og Sverige) faldt 12%, men det har begrænset vægt, da disse markeder kun står for 9% af salget. Nedgangen her kan dog forklares med tidsforskydninger, idet salget i Q3 sidste år blev positivt påvirket af fremrykkede ordrer som følge af sammenlægning af produktion på to fabrikker. Salget gennem branded stores på det norske marked udviste to-cifret procentuel salgsvækst.

TCM fortsætter med at vinde markedsandel i et marked præget af hård konkurrence. IKEA, HTH, Vordingborg Køkkenet, Kvik, JKE, Designa og Invita er de største konkurrenter, der desuden omfatter en række lokale udbydere. Indtjeningsmæssigt er driftsmarginen (EBIT) i Q3 steget til 15,1% fra 4,5% i samme periode sidste år, og for år til dato udgør overskudsmarginen (EBIT) 14,5%, hvilket er en betydelig fremgang fra 9,3% i samme periode sidste år. Nettoresultatet år til dato er fordoblet fra 35,7 til 70,2 mio. kr. Det frie cash-flow er opgjort til 87,8 mio. kr. mod 68,5 mio. kr. på samme tid sidste år. TCM udviser en unik evne til at generere overskud med en cash conversion rate på 98,4% (dog ned fra 108,9%). Trods nedgangen i dette nøgletal ligger det fortsat på et særdeles flot niveau. Cash conversion udtrykker, hvor stor en del af nettooverskuddet der konverteres til kontanter. Fastholdelse af dette nøgletal tæt på 100% skyldes, at man producerer efter ordre med kort frist for betaling fra kundernes side, mens man omvendt har formået at forhandle gode aftaler på plads omkring selskabets betalinger til leverandørerne. Den stærke finansielle position gør, at selskabet har nedbragt gælden fra 185 til 161,9 mio. kr. ultimo Q3 2018. Gælden udgør derfor blot 0,96 x løbende tolv måneders EBITDA (1,36 x på samme tid sidste år).

Det skal bemærkes, at ekstraordinære poster i år kun er på 2 mio. kr., hvilket kan relateres til integrationen af Nettoline, der blev købt i januar 2017. I samme periode sidste år var de ekstraordinære poster på hele 21,7 mio. kr., hvilket skyldes nedskrivning på aktiver sat til salg, udgifter til integrationen af Nettoline samt udgifter til børsnoteringen.

Samlet kan det konkluderes, at TCM Group har øget sin markedsandel, skabt en flot indtjeningsfremgang, nedbragt gælden og fastholdt en høj cash conversion rate. Vi betegner derfor regnskabet som mere end godkendt.

Kan de gode tider vare ved?

Markedet for køkkener er konjunkturfølsomt. For tiden udvikler branchen sig godt. Boligejerne har i årevis nydt godt af stigende ejendomspriser og lav rente. Det har givet friværddi i boligen, hvilket har gjort det nemt at optage tillægslån – endda til en meget lav rente. Det har fået mange til at udskifte køkken og bad. Voksende aktivitet omkring bolighandler har også gavnet køkkenbranchen, idet udskiftning af køkken og bad står højt på ønskesedlen, når en ny bolig er købt. Imidlertid er der begyndende tegn på, at rentefesten flader ud. Lånerenten i USA er på vej op, men i Europa "lagger" vi efter. Her er renten fortsat ekstraordinær lav, men efter vores vurdering vil vi også i Europa se en (moderat) rentestigning i de kommende år. Højere rente kan føre til fald i boligpriserne, og dermed reducere efterspørgslen på nye køkkener. TCM Group er sig denne risiko bevisst. Jvf. TCM udgør 80-85% af afsætningen renovering/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 og stigende del, idet der løbende er behov for udskiftning af køkkener i lejeboliger. Uanset konjunkturerne skal boligselskaberne løbende foretage renoveringer af køkken og bad. Der er dog primært tale om køkkener i den billige prisklasse. Vores konklusion er, at TCM først vil komme til at opleve alvorlig nedgang i efterspørgslen (B2C), såfremt renten for alvor stiger. En stigning på et par procent vil næppe have væsentlig betydning for afsætningen.

TCM har meldt om ekspansionsplaner på det norske marked, hvor intentionen er at åbne 8-12 butikker på kort til mellemlangt sigt. Der forventes åbnet en Svane-butik i Trondheim i Q4 og en i Drammen i Q1 2019. Det vil udvide antallet af Svane-butikker i Norge fra 6 til 8. På det danske marked er der udsigt til åbning af en Tvis-butik i Næstved i Q4. Inklusiv disse butikker vil TCM Group råde over 67 brandede butikker.

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 med selvstændige forhandlere, hvilket reducerer investeringsbehovet. Der er således tale om en "asset light" model, hvor produktionen normalt først igangsættes efter en købsaftale med kunden er indgået. Pengebindingen i lagre kan dermed holdes nede på et meget lavt niveau. Samtidig er TCM i en komfortabel situation med relativt korte betalingsbetingelser.

Ledelsen følger en nøje planlagt strategi omkring åbning af brandede butikker (især i Norge) samtidig med vedligeholdelse af butikkerne i de øvrige lande, herunder private label salget. I årevis er det lykket TCM at vokse mere end markedet, hvilket vi forventer kan fortsætte. Hvis/når renten stiger og fører til et fald i boligpriserne (det må forventes inden for få år), vil det samlede marked komme under pres, og et sådant scenarie vil også ramme negativt på TCM Group i form af lavere salg. Fortsat ekspansion med åbning af nye butikker og vil dog delvist kunne afbøde dette.

TCM som investering

Markedsforholdene for TCM Group udvikler sig fortsat godt. Da en stor del af salget sker B2B og hele 80-85% af salget skyldes renovering/udskiftning af køkkener vil et muligt fald i salget B2C i de nærmest kommende år næppe få de helt store negative

konsekvenser for selskabet. Der er tale om en "asset light" model med begrænset pengebinding i nye butikker (franchise), hvorfor man som en modvægt har mulighed for at speede op i antallet af nye butikker. Trods en god dækning i Danmark er der stadig plads til nye butikker i flere danske byer. I Norge er målet at åbne 8-12 butikker. Kitchn er foreløbigt primært et mærke i Sverige, mens det i Danmark udelukkede sælges via e-handel. Strategien er at konverterede kitchn-forhandlere til Nettoline med fysiske butikker, mens kitchn derefter kun skal sælges via e-handel. Generelt er man endnu kun i begrænset omfang etableret i Sverige, hvorfor der her synes at være et stort potentiale, som det er værd at gå efter. Jf. ovennævnte strategi forsøger selskabet at udvide markedet med e-handel som salgskanal – endnu primært rettet mod segmentet med de billigste køkkener.

Produktudvikling er særdeles vigtig i en branche præget af stor konkurrence. Køkkenbutikkerne i de større byer ligger ofte side om side, hvilket stiller store krav om at have produkter, der tiltaler udvalgte forbrugere. Den nyeste store produktlancering er Svanes RAW-køkken i flot nordisk design med bæredygtige elementer. RAW-køkkenet markedsføres fortsat i TV-reklamer, selvom nyheden efterhånden er snart et år gammel. I lighed med tidligere år vil der i december måned blive lanceret en 2019-nyhed. Dermed følges strategien om en årlig nyhed, hvilket er med til at fastholde interessen for både de nye og gamle produktkategorier. Det gælder om at få folk ind i butikkerne og give dem en god oplevelse.

TCM dækker med sine brands hele prisspektret. De dyreste brands er Svane og Tvis, mens Nettoline og kitchn ligger i en lavere prisklasse. Kitchn er især rettet mod DIY (gør-det-selv) kunder. Det geografiske fodaftryk kombineret med nogle meget forskellige brands i forskellige prisklasser gør, at TCM har gode muligheder for at etablere sig med nye forretninger. Ideelt kan Svane og Tvis udbredes til det svenske marked, mens Nettoline bliver hovedmærket i Sverige. Kitchn vil på sigt kun kunne handles via e-shoppen (på tværs af landegrænser). Det er således gode vækstmuligheder med begrænsede investeringer.

Gælden er nedbragt til blot 0,96 x løbende tolv måneders EBITDA og det frie cash-flow udvikler sig flot. Det tilkøbte Nettoline (januar 2017) er nu næsten fuldt integreret. Det åbner mulighed for nye opkøb, såfremt en mulighed måtte vise sig. TCM har pengene til ekspansive tiltag. Vi anser det dog for sandsynligt, at man fra ledelsens side går gelinde frem. Ekspansionen i Norge, omlægningen af kitchn til Nettoline og satsningen på salg af kitchn via e-handel skal bringes på plads, hvorefter der er plads til nye initiativer.

Baseret på ledelsens Guidance for 2018 handler aktien til en P/E 10. Det er lavt set i forhold til det generelle danske marked med en P/E på 18-20. Svenske Nobia, der bl.a. ejer HTH, handler også til en P/E på 10. Det skal dog nævnes, at Nobia har en voldsom eksponering mod Storbritannien, der står for ca. 40% af salget. Den organiske vækst i år er derfor negativ med 4%. Den negative organiske vækst i UK er på hele 9%. Her spiller valutamodgang dog en betydelig faktor. Henset til Brexit vurderer vi, at der er indregnet en berettiget discount i Nobia's aktiekurs, hvilket ikke burde være tilfældet for TCM's aktiekurs. TCM-aktien burde derfor kunne handle til væsentlig højere multipler end Nobia.

TCM's ledelse har stort branchekendskab, og bestyrelsen består af dygtige erhvervsfolk. Den interne styring af finanserne giver tillid. TCM forfølger en strategi om at opnå profitabel vækst, hvilket gennemføres på en afbalanceret og forsigtig måde. Væksten har hos TCM i årevis ligget over markedets gennemsnit, og i år er udviklingen blevet krydret med en opjustering af Guidance ved halvårsregnskabet. Vi vurderer, at investorerne overser TCM som en god anlægsaktie, og henset til de hidtil opnåede flotte resultater finder vi en købsanbefaling på sin plads. På et til to års sigt ser vi en upside til 120-125 (+20-25%). Såfremt boligmarkedet i Skandinavien begynder at falde, vil vi dog formentlig sænke anbefalingen til Hold. Vi ser positivt på ledelsens dybe engagement på ejersiden (man har hånden på kogepladen for at tale "køkkensprog").

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Stærk økonomi med et stort frit cash-flow giver plads til eventuelle opkøb og/eller betaling af udbytte. Udgifterne til åbning af nye butikker er begrænsede, da det foregår på franchisebasis via selvstændige forhandlere. TCM har med 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 man kan derfor udvide output uden store investeringer. Ledelsen er dybt involveret i ejerkredsen. E-handel kan udvide salgsomfanget.

Svagheder

Selskabet sælger sine produkter til en konjunkturfølsom branche. Selskabet er afhængigt af de selvstændige forhandlers indsats i salgsleddet. Der er mange store og mindre konkurrenter.

Muligheder

I Norge vil der blive åbnet 8-12 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 Nettoline og kitchn rummer betydelig mulighed for mersalg og burde kunne åbne adgang til salg i andre lande. På sigt kan ekspansion i helt nye lande også være en mulighed for de dyreste produkter, hvis man kan indgå aftaler med eksisterende, veldrevne butikskæder som partnere i hvert enkelt land.

Trusler

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 udsiftning af køkkener. Risikoen er, at vi befinder os tæt på toppen af konjunkturføløbet. Worst case er et pludseligt "eksogent chok", der kan lamme afsætningen og uden varsel 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
23-08-2018	103	Køb	Køb
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 Svendsen 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.