

TCM Group har i Q1 fastholdt den positive udvikling fra 2018. Også i Q1 har man vundet betydelig markedsandel på selskabets vigtigste marked i Danmark. Den organiske salgsvækst er ganske enkelt imponerende. Vi fastholder køb.

- Salget i årets første kvartal steg organisk med 16,9 % til 249,7 mio. kr. En del af den høje vækst skyldes dog, at der var flere produktionsdage set i forhold til sidste år på grund af påskens forskydning i år fra Q1 til Q2.
- Nettoresultatet i Q1 steg fra 18,0 til 23,4 mio. kr. svarende til en vækst på hele 30 %. Overgangen til IFRS 16 regnskabsregler ved årsskiftet trækker driftsresultatet lidt op, men underliggende må indtjeningsfremgangen betegnes som flot og meget solid.
- Ledelsen fastholder Guidance for 2019, hvilket vil sige en organisk salgsvækst på 7-11 % og fremgang i driftsindtjeningen (EBIT) til 145-155 mio. kr. At påsken i år først faldt i Q2 har medvirket til at sikre en god start på året.
- Sidste år opjusterede TCM Group sin Guidance for 2018 i forbindelse med Q2 regnskabet. Hvis forretningen fortsætter sit gode momentum, peger odds i retning af en opjustering senere i år.
- TCM har lagt en plan for etablering af 8-12 nye butikker i Norge, hvoraf de to første er åbnet. Derudover ser vi mulighed for ekspansion i Sverige for Svane Køkkenet, Nettoline og via online-salg (kitchn forhandlere skifter navn til Nettoline).
- Finanserne styres stramt med en høj, men let faldende cash conversion rate. Den finansielle situation er derfor stærk, og gælden nedbringes løbende trods et likviditetstræk i forbindelse med udlodningen af 4,75 kr. i udbytte pr. aktie.
- Investeringsbehovet er begrænset, da de nuværende produktionsfaciliteter kan håndtere et betydeligt større volumen. Der er tale om en "asset light" forretningsmodel.
- Ledelsen med CEO Ole Lund Andersen i spidsen er aktionærer og købte ekstra op efter årsregnskabet. Han er derfor meget committed til opgaven med at varetage egne og dermed også alle andre aktionærers investeringer.
- Risikoen ligger i afhængigheden af boligmarkedet, der fortsat præges af højt handelsomfang og høje priser grundet den lave rente. 80-85% af TCM's salg omfatter imidlertid renovering/ udskiftning af køkkener. Her udgør almennyttige boligselskaber en væsentlig og stigende del af B2B salget. Det reducerer afhængigheden af ejerboligmarkedet.
- Køb på både kort og langt sig er vores anbefaling. TCM Group indeholder kvalitet til en lav pris (P/E 2019E på blot 9,9).

Aktuel Kurs: 113

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1.130 mio. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

Næste regnskab: Q2 regnskab 14-08-2019



Anbefaling:

Kort sigt: Køb

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 105-120 (før 100-115)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 120-125 (før 115-125)

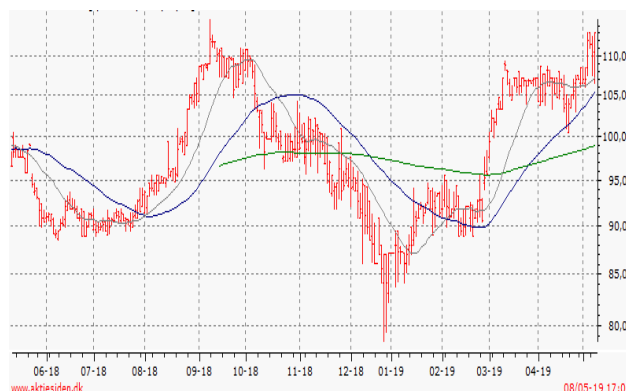
Tidligere anbefaling: Køb/Køb den 05-03-2019 ved kurs 106

Selskabets forventninger til 2019

Efter Q1-regnskabet fastholdes forventningerne til 2019, dvs. en organisk vækst på 7-11 % til 960-1.000 mio. kr. i omsætning (900). EBITA og EBIT ventes at stige til hhv. 155-165 hhv. 145-155 mio. kr. TCM estimerer markedsvæksten i Danmark til 1-2%, mens man selv forventer at løfte salget med 7-11%. TCM forventer dermed fortsat at vinde betydelige markedsandele. Det skal bemærkes, at Q1 bød på en organisk salgsvækst på hele 16,9 %.



Kursgraf sidste 12 måneder



Høj/lav seneste 12 måneder: 117,2 / 88

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. 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 såkaldt private label salg. TCM anvender udelukkende FSC-certificeret træ til de massive bordplader, og der er en høj andel af genbrugsmaterialer i skabe og fronter, altså en miljøvenlig profil.
- Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion udføres på to fabrikker i Tvis og en i den nærliggende by Aulum. Produktionen er præget af en fleksibel arbejdsstyrke, og der er fortsat tilstrækkelig kapacitet til at klare udvidelse af forretningsomfanget. De løbende investeringer er derfor af begrænset størrelse.
- Danmark er det afgørende marked og udgør 90% af salget, der foretages gennem ca. 125 forhandlere i Danmark og Skandinavien. Heraf er der 66 brandede forhandlere af de dyreste mærker Svane Køkkenet og Tvis Køkkener. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere (Svane Køkkenet på franchisebasis), mens private label består af salg til byggemarkeder. I Island sælges Nettoline og private label, hvilket også gælder for Færøerne med tillæg af Tvis-mærket. I Norge sælges Svane Køkkenet, Tvis Køkkener, Nettoline og via private label. Sverige omfatter indtil videre kun salg af kitchn via forhandlere. De forventes at overgå til Nettoline-navnet, så Nettoline bliver fysiske butikker og kitchn reserveret til e-handel.
- B2B-salget udgør over 50 % af koncernomsætningen, og 80-85 % af salget består i opgaver med renovering og udskiftning af køkkener. B2B omfatter aktivitet med salg til store byggeselskaber, projektsalg samt almennyttige boligselskaber. Den store andel af B2B-handel reducerer selskabets afhængighed af udviklingen i nybyggeriet.
- Et internt IT-system muliggør tæt opfølgning på udviklingen i salg og produktion. IT-mæssigt understøtter koncernen også de selvstændige forretninger. Fra centralt hold udføres fælles markedsføringskampagner og uddannelse af nye forhandlere.
- TCM har lav kreditrisiko angående 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 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 7,3 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 94,3 %. Pengene kommer med andre ord ind, før de kommer på arbejde igen.
- Ledelsesgruppen består af CEO Ole Lund Andersen (siden 2008, født 1959) og CFO Mogens Elbrønd Pedersen (siden 2015, født 1975). Sanna Mari Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger, født 1966) er bestyrelsesformand. Bestyrelsen består af fem meget kompetente personer efter indvalg af Danny Feltmann Espersen på den seneste generalforsamling. Han er CEO i MENU og har tidligere haft ansættelse i KappAhl, Bang & Olufsen og Hennes & Mauritz. Han har derfor stor erfaring fra den nordiske retailbranche.
- Koncernen beskæftiger pr. 31-03 i alt 468 (449 for et år siden) medarbejdere. Der er primært tale om nyansættelser 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 fik man ca. 2.000 nye aktionærer.
- Ejerforhold pr. 31-03-2019: ATP 12,9 %, BI Asset Management 12,0 %, Lannebo Fonder 6,0 %, Handelsbanken Fonder 5,9 %, Luxempart S.A. 5,7 og Ole Lund Andersen (CEO) 5,1 %. Der oplyses ikke tal for antallet af aktionærer og geografisk fordeling.

TCM's multibrand strategi



Svane Køkkenet er kendetegnet af innovative og skræddersyede løsninger til køkken, bad og opbevaring. Kvaliteten er i top, og der anvendes kun de bedste materialer og input. Al produktion sker efter ordre, således at specifikke kundeønsker kan indarbejdes. Svane Køkkenet lancerer hvert år en ny og innovativ køkkenserie udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. Dette års nyhed hedder S19. Kunderne har taget godt imod S19 serien og der meldes om høj efterspørgsel. Svane Køkkenet sælges gennem butikker i Danmark og Norge.

Tvis Køkkener har produceret og solgt kvalitetskøkkener i mere end 60 år. Også her foregår udførelsen efter ordre, og kunden kan få individuelle ønsker indarbejdet. Tvis Køkkener har et af de største sortimenter og kan levere køkkener i alle prisklasser. Dette brand sælges gennem forhandlere i Danmark og Norge.

Nettoline har siden midten af 1970'erne fremstillet køkken-, bad- og garderobeinventar på egen fabrik i Jylland. Nettoline har i de seneste år udviklet sig til en stærk producent af køkkener til gør-det-selv segmentet med produkter i en god kvalitet til en overkommelig pris. TCM Group købte selskabet i 2017. Nettoline sælges gennem forhandlere i Skandinavien.

Kitchn fremstiller køkken-, bad-, bryggers- og garderobemøbler som samlet selv løsninger. Salget sker via køkkenforretninger i Sverige og på Internettet. Der er tale om et online brand i gør-det-selv segmentet. Via hjemmesiden kan kunden i løbet af 24 timer få indretningsforslag og tilbud fra erfarne og kompetente indretningseksperter, ligesom et tegneprogram via hjemmesiden stilles til rådighed for kunden. Der findes et ubemandet showroom i København.

Private label salg: TCM Group producerer køkken-, bad- og garderobeløsninger til forhandlere, der sælger disse produkter under deres eget navn (private label). Det er velgennemførte gør-det-selv løsninger, der er nemme at samle. TCM Group tilbyder et stort udvalg i skuffer, skabe, låger, greb, bordplader og andet tilbehør, der gør det muligt selv at designe sine helt egne løsninger. TCM Group's private label-løsninger sælges gennem byggemarkeder og andre forhandlere i Danmark og Norge.

Salget sker via ca. 125 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 66 er brandede butikker med salg af de dyreste mærker, dvs. Svane Køkkenet (på franchisebasis) og Tvis Køkkener. De billigste brands sælges også via Internettet.

TCM har en overordnet strategi om at øge salget ved at få flere kunder ind i butikkerne. Her bidrager de årlige produktlanceringer til at skabe synlighed omkring selskabets nye ideer og tilbud. Butiksnettet søges desuden løbende udvidet, og der er pt. identificeret 5-8 relevante muligheder i Danmark. Specifikt er der planer om åbning af 8-12 butikker i Norge, hvoraf to er åbnet i Trondheim og i Drammen (april). Der er ingen fast plan for Sverige, og her ligger alle muligheder åbne med hensyn til start af butikker og/eller opkøb. TCM har også fokus på onlinehandel, hvor kitchn har mulighed for at øge sit salg i Danmark. Et sidste punkt i udviklingen af driften omfatter optimering af kernen i form af produktionsfaciliteterne og –processerne, hvor man allerede står stærkt men altid kan forbedre sig.



S19 køkken. Dansk design – dansk produktion. Billede hentet fra katalog.

Fantastisk start på 2019 men endnu ingen opjustering

Høj vækst, stigende indtjening og øget markedsandel har kendetegnet udviklingen hos TCM Group i mange år. Danmark er det altafgørende marked med en andel af salget på 90 %. Sidste år løftede TCM Group sit salg i Danmark organisk med 12 % mod en underliggende markedsvækst på 2-3 %. I år estimerer TCM Group en markedsvækst i Danmark på 1-2 %, mens man selv på koncernbasis forventer at øge salget med 7-11 %. Og rent faktisk steg salget i Q1 med hele 16,9 % primært trukket op af vækst i salget af Svane Køkkenet og Tvis Køkkener, høj vækst i B2B markedet og voksende salg af tredjepartsprodukter. Det er ganske enkelt imponerende, at TCM formår at vinde så markant markedsandel i Danmark i konkurrence med en række store aktører.

Øvrige markeder (Norge, Sverige, Island og Færøerne) tegnede sig for 10 % af omsætningen og melder om en vækst på 3 %. Salget har størst vægt i Norge, hvor der meldes om stigende salg i brandede forretninger. Samlet var væksten på øvrige markeder som nævnt 3 % trods et fald i afsætningen af non-brandede gør-det-selv køkkener. Udfordringerne for Nettoline i Norge må således være fortsat ind i Q1 2019, men problemet er dog blevet adresseret, idet en ny landechef for Nettoline i Norge blev ansat i Q4 2018. Men ting tager tid. Det vigtige punkt er, at ledelsen hurtigt har handlet.

Koncernens salg steg i Q1 med 16,9 % (organisk) til 249,7 mio. kr. En del af den ekstremt høje vækst forklares med, at der var flere produktionsdage end sidste år, idet påsken i år var i april (Q1 i 2018). Det kan dog ikke ændre på, at væksten har været særdeles høj, men forskydningen kan måske forklare, hvorfor ledelsen ikke i forbindelse med Q1 regnskabet så sig i stand til at løfte forventningerne.

EBITA-indtjeningen er fulgt med op i samme tempo til 32,9 mio. kr. EBIT-resultatet steg fra 24,5 til 31,0 mio. kr. svarende til en overskudsgrad på 12,4 % (op fra 11,5 %). Her skal det dog nævnes, at Q1 resultatet sidste år indeholdt en ekstraordinær udgift på 2,0 mio. kr. relateret til købet af Nettoline. De nye regnskabsregler IFRS 16, der trådte i kraft ved årsskiftet, har minimal påvirkning af resultatopgørelsen, men nettogælden øges med 47 mio. kr. pr. 31-03-2019 på grund af indregning af leasing.

Nettoresultatet steg fra 18,0 til 23,4 mio. kr. svarende til en fremgang på 30 %. Opgjort pr. aktie svarer det til 2,34 kr. Indtjeningsfremgangen er opnået som følge af stigende salg, bortfald af særlige udgifter, lavere renteudgifter m.m.

Det frie cash-flow er opgjort til 2,3 mio. kr. Nettoarbejdskapitalen er negativ med 7,3 % (et negativt tal skal tolkes positivt) målt i forhold til omsætningen. Trods et fald i cash conversion til 94,3 % (109,4 % i samme kvartal sidste år) udviser TCM Group fortsat en unik evne til at generere likviditetsoverskud. Tallet udtrykker, hvor stor en del af nettooverskuddet, der konverteres til kontanter. Fastholdelse af dette nøgletal tæt på 100% er muligt, idet 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 egne betalinger til leverandørerne. Den finansielle nettogæld er steget i Q1 fra 91 til 139 mio. kr., hvilket dog skyldes de nye regnskabsregler med bogføring af leasing, som nu udgør en forpligtelse på 47 mio. kr.

TCM Group har således fået en perfekt start på 2019. Efter vores vurdering øger det sandsynligheden for, at selskabet senere på året kan se sig i stand til at forhøje forventningerne. Sidste år opjusterede TCM sine forventninger efter Q2-regnskabet. Efter Q1 fastholder ledelsen guidance om et salg på 960-1.000 mio. kr. (+7-11 %), et EBITA-resultat på 155-165 mio. kr. (opnået 32,9 mio. kr. i Q1) og et EBIT-resultat på 145-155 mio. kr. (opnået 31,0 mio. kr. i Q1).

Vi fastholder køb på TCM Group

Ledelsen har lagt en plan for løbende udvidelse på det norske marked ved etablering af 6-8 brandede Svane-butikker. To af disse er åbnet nu. I Q1 blev der desuden åbnet en Svane-butik i Køge. Det er også hensigten at satse på en udvidelse i salget af køkkener i den lavere priskategori, hvilket omfatter Nettoline. Dertil kommer muligheden for etablering af flere butikker i Danmark og udvidelse af kitchen konceptet på Internettet. Efter vores vurdering må Sverige rumme store muligheder, men det kræver først etablering af et brohoved salgsmæssigt. Der er tale om et modent marked, og det bliver en kamp om markedsandele. En fremgangsmåde kunne eksempelvis være at foretage et målrettet køb, men herom er der ikke udmeldt planer fra selskabets side. Dog er man åben for opkøb, hvis et godt tilbud viser sig. Da ledelsen selv deltager som store aktionærer og er meget dedikerede i forhold til deres selskab, vil ekspansionen kun ske, såfremt det med stor sandsynlighed vil gavne selskabet og dermed aktionærerne. Man undgår prestige og drømmeprojekter.

Investeringerne holdes på et lavt niveau, idet der fortsat er mulighed for at øge kapacitetsudnyttelsen på de tre fabrikker uden store merudgifter. Fremstillingen kan forbedres yderligere, blandt andet ved at satse på robotteknologi i udvalgte og besværlige processer. De første skridt er desuden taget imod indførelse af 3-holds skift.

Henset til selskabets strategi anser vi det for sandsynligt, at der fortsat vil kunne udvises pæne vækstrater i salg og indtjening. Hvis/når renten stiger og fører til lavere boligpriser (det må forventes på et tidspunkt), kan det samlede marked komme under pres. Et sådant scenarie vil kunne ramme negativt på TCM Group i form af lavere afsætning. Imidlertid udgør 80-85 % af salget renovering/udskiftning af bestående køkkener, hvorfor den direkte afhængighed af markedet for nybyggede boliger er begrænset.

TCM står stærkt indenfor B2B-salg. Her tegner boligselskaber sig for en betydelig og stigende del med løbende behov for udskiftning af køkkener og bad i lejligheder. Der er dog primært tale om køkkener i den billige prisklasse. Det er et faktum, at der bliver solgt flere køkkener i perioder med opsving i byggeriet, høj aktivitet på boligmarkedet og lav rente. TCM Group vil dog formentlig først for alvor blive ramt af stigende salg, hvis renten stiger drastisk. Og det er der ikke udsigt til i de nærmest kommende år. Mindre rentestigninger vil næppe få den store betydning.

Nogle vil mene, at en producent af køkkener er kedelig set i forhold til it- og biotek-aktier. Til det kan vi kun svare, at vi her har at gøre med et effektivt og dygtigt drevet selskab med en stærk balance, høj indtjening, høj udbytteudlodning, stigende markedsandel og muligheder for at udvide eksportsalget via den fastlagte strategiplan, og hvor der er særdeles godt styr på cash flow'et. At fastholde en cash conversion rate nær 100 % er flot. TCM beskæftiger 468 medarbejdere, hvoraf størstedelen er produktionsjob. Der er behov for sunde danske virksomheder, der kan sikre jobs til produktionsmedarbejdere og levere de ting vi ønsker som forbrugere. Vi kan ikke som samfund leve af, at alle skal "klippe" hinanden i serviceerhvervene.

Aktien må betegnes som billig, idet den aktuelt handles til P/E 2019E (113:11,4) på 9,9. Pilen peger desuden i retning af en opjustering, hvilket vi dog delvist har indregnet i vores estimat. Der findes ikke ret mange danske børsnoterede virksomheder, der kan købes til en så attraktiv pris, og som vel at mærke samtidig udviser flot vækst samt en stærk balance med lav gæld. Vi fastholder vores købsanbefaling, indtil aktiekursen skifter niveau opad eller boligmarkedet i Skandinavien måtte blive ramt af et klart prisfald.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker

Solid og sund økonomi giver råderum til vækst via opkøb og udlodning af udbytte (4,75 kr. pr. aktie blev udloddet for 2018). Produktsortimentet dækker alle prisklasser og omfatter stærke brands som Svane Køkkenet og Tvis Køkkener. Der er tale om en asset light model, da butikkerne drives af forhandlere. Den interne styring af finanserne sikrer en ekstremt høj cash conversion. 90 % af produktionen sker efter ordre, hvilket bidrager til at styre produktionen og giver små tab på debitorer. Produktionskapaciteten er langt fra udnyttet, og man kan udvide uden store investeringer. E-handel kan udvide salgsområdet. Ledelsen er dybt involveret i ejerkredsen.

Svagheder

Selskabet sælger sine produkter i en konjunkturfølsom branche. Man er afhængig af de selvstændige forhandlers indsats i salgsleddet. Der er mange store og mindre konkurrenter. Design er vigtigt punkt, og her er målet årligt at fremkomme med en ny spændende køkkenlinje. Aktien er noteret i small-cap indekset, og der er forholdsvis lav børsomsætning. Det er vanskeligt at skabe positiv interesse for selskabet, der kun har været børsnoteret siden november 2017.

Muligheder

I Norge vil der blive åbnet yderligere 6-10 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 med kitchen rummer betydelige muligheder 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 udvalgte steder.

Trusler

Efter flere år med høj aktivitet i byggeriet, handel med boliger, 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 det nuværende konjunkturforløb. Worst case er et pludseligt "eksogent chok", der kan lamme afsætningen og uden varsel udløse hård priskonkurrence.

Regnskabstal

mio.kr.	2016 Proforma	2017	2018	2019E
Omsætning	600	817	900	1.000
Justeret EBITA	86	123	148	162
EBIT	60	81	138	150
Resultat før skat	45	67	132	145
Nettoresultat	32	48	104	114
Antal ansatte gns.	336	410	458	480
Aktiver	796	806	844	930
Immaterielle aktiver	523	569	560	550
Materielle aktiver	108	85	88	90
Arbejdskapital netto	-59	-81	-94	-100
Nettorentebærende gæld	171	226	91	75
Egenkapital	340	305	409	475
Justeret EBITA %	14,4	15	16,4	16,2
Egenkapitalforrentning %	NA	14,9	29,1	25,8
Resultat pr. aktie	3,5	4,8	10,4	11,4
Udbytte	0	0	4,75	5,5
Indre værdi	34	30,5	40,9	47,5



Seneste analyser:

Anbefaling:

Dato	Kurs	Kort sigt	Langt sigt
05-03-2019	106	Køb	Køb
22-11-2018	100	Køb	Køb
23-08-2018	103	Køb	Køb
22-05-2018	100	Hold	Køb

4,75 kr. udloddet i udbytte 16-04-2019

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 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.