

## TCM Group har været på Børsen siden 24-11-2017. Kursmæssigt ligger vi nær udbudskursen på 98. Det går ellers godt for selskabet med en organisk vækst i salget sidste år på 18 %.

- TCM Group, der primært producerer køkkener under mærkerne Svane, Tvis, Nettoline og kitchn, har afleveret det første regnskab siden børsintroduktionen i november 2017.
- Salget udmærker sig ved at være steget med hele 36,3 %, hvoraf 18,3 % kommer fra det tilkøbte selskab Nettoline og 18 % er organisk fremgang. EBITA er fulgt godt med op, og den justerede EBITA-margin ligger på imponerende 15 %.
- For 2018 stiles der mod en omsætningsfremgang på 7- 10 % og et EBITA-margin på 15 %. Det er flot.
- Danmark er ubetinget selskabets største marked. Alligevel er der plads til flere forretninger på franchise-basis i Danmark i de kommende år med et mål om åbning af 5-8 butikker, hvoraf der i år åbnes tre. Størst vækstpotentiale synes der at være i Sverige, hvor markedet endnu kun omfatter direkte salg af kitchn branded. I Norge er man allerede godt etableret, og her er målet 8-12 nye forretninger på 2-3 års sigt.
- TCM Group var fra 2006 og frem til børsnoteringen ejet af kapitalfonde. Den ved børsnoteringen sælgende kapitalfond ejer fortsat 20 % af selskabet, og vi må forvente et salg af denne post i løbet af indeværende år. Derefter vil denne "trussel" være elimineret.
- Den gennemsnitlige årlige vækstrate har i perioden 2011 til 2017 været på imponerende 14 %. Der vil dog givetvis i de kommende år blive tale om noget lavere vækstrater, da efterspørgslen efter nye køkkener afhænger af situationen på boligmarkedet. Her udmærker TCM sig dog ved at en stor del af omsætningen kommer fra B2B, dvs. typehusfirmaer, udlejere m.m. Herfra vil der altid være en vis efterspørgsel. Efterspørgslen fra private forbrugere vil dog afhænge af konjunkturerne, antallet af hushandler, renten m.m. Der har i flere år været en flot udvikling på boligmarkedet, hvor stigende friværddi er blevet omsat i nye køkkener og badeværelser. På det seneste er der tegn på, at prisstigningerne på fast ejendom især i de store byer i Skandinavien er begyndt at falde.
- TCM Group er en spændende aktie med dokumenteret høje vækstrater og resultater. Belastning fra særlige poster er overstået og Indtjeningen vil derfor stige kraftigt i 2018, så P/E kan skønnes til 11 (100/9,0). På kort sigt er vores anbefaling dog kun Hold, da vi generelt ser voksende risiko på børsen. På langt sigt ser vi et godt potentiale i aktien.

Aktuel Kurs: 100

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1 mia. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk

Næste regnskab: Q1 regnskab den 09-05-2018



### Anbefaling:

Kort sigt: Hold

Langt sigt: Køb

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 95-105

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 115-125

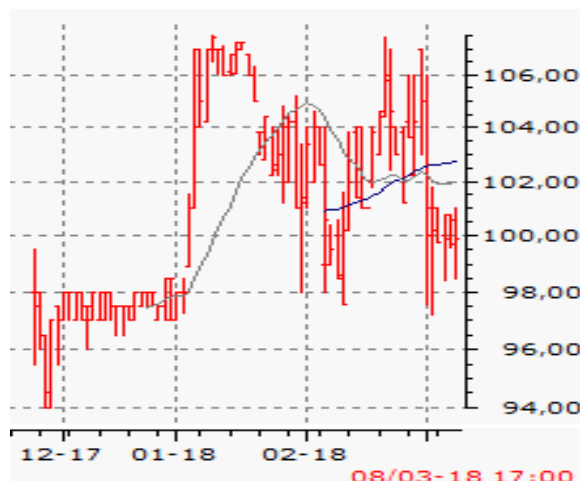
Tidligere anbefaling: Ingen – dette er første analyse

### Selskabets forventninger til 2018

Salget ventes i 2018 at stige 7-10 % til 870-900 mio. kr. Justeret EBITA estimeres til 130-140 og EBIT til 120-130. EBITA-marginen ventes således i niveauet 15 %, hvilket er på niveau med det opnåede i 2017. Niveauet for cash conversion og arbejdskapitalen ventes fastholdt på de flotte niveauer fra 2017, hvilket dog vil kunne ændre sig i tilfælde af opkøb. Investeringsbehovet ligger lavt med 1-2 % af omsætningen.



Kursgraf siden børsnotering



Høj/lav siden børsnotering 24-11-2017: 107,5 / 94

## Facts om TCM Group A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien med Danmark som det største marked udgørende 88 % af koncernsalget. Produkterne omfatter køkkenmoduler, bordplader, skydedøre, tilbehør samt hvidevarer. Der er tale om en multi-brand strategi dækkende hele prisspektret. Svane køkkenet er det største og vigtigste brand efterfulgt af Tvis Køkkener, Nettoline og kitchn.dk samt private label salg. Svane køkkener er kendetegnet af en moderne og tidssvarende profil med fokus på bæredygtige materialer i høj kvalitet. Nettoline er derimod i høj grad rettet mod gør-det-selv kunder, hvor lav pris spiller en afgørende rolle. Nettoline blev tilkøbt i januar 2017. Der anvendes udelukkende FSC-certificeret træ til de massive bordplader, ligesom der er en høj andel af genbrugsmaterialer i skabe og fronter.
- Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion sker på to fabrikker i Tvis og en i den nærliggende by Aulum. Mere ned 90 % af salget sker på basis af specifikke kundeordrer. Produktionen er præget af en fleksibel arbejdsstyrke, ligesom TCM pointerer, at der er ledig produktionskapacitet til udvidelse af forretningsomfanget. Man står altså ikke med behov for store investeringer i udvidelser m.m.
- Salget sker gennem ca. 125 forhandlere i Danmark og resten af Skandinavien, hvoraf 60 er brandede forhandlere af de dyreste mærker som Svane og Tvis. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere og private label via byggemarkeder. I Island sælges Nettoline og via private label, hvilket også gælder for Færøerne med tillæg af Tvis-mærket. I Norge sælges Svane, Tvis, Nettoline og private label. Sverige omfatter indtil videre kun salg af kitchn. Forhandlerne varetager salget af Svane-mærket i Danmark på franchisebasis.
- 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 at selskabet selv anslår, at 80-85 % af salget dækker udskiftninger af køkkener. Implicit betyder det, at selskabet er mindre følsomt i relation til en eventuel nedgang i nybyggeriet.
- Internt gøres brug af et fælles IT-system, hvilket muliggør en tæt opfølgning på udviklingen i salget og produktionen. IT-mæssigt understøtter koncernen ligeledes de enkelte franchisebaserede forretninger, ligesom der fra centralt hold udarbejdes fælles markedsføringskampagner og uddannelse af nye forhandlere.
- TCM har en 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, kan man undgå at have penge bundet i store færdige varelagre. TCM er særdeles dygtige til at håndtere den investerede kapital, hvilket ses af en negativ arbejdskapital på 9,9 % og en cash conversion rate på 110 %. Pengene kommer hurtigt i ind og sendt på arbejde igen.
- TCM Group blev børsnoteret den 24-11-2017 efter i 11 år at have været ejet af kapitalfonde. Hovedaktionæren Innovator Int. S.á.r.l. udbød 7 mio. aktier i intervallet 90-105. Afregningsprisen blev 98. I perioden med ejerskab af kapitalfonde (blandt andet Axel) har selskabet undergået en positiv udvikling.
- Ledelsesgruppen består af CEO Ole Lund Andersen (siden 2008), COO Karsten Rydder Pedersen (siden 2009) og CFO Mogens Elbrønd Pedersen (siden 2015). Sanna Mari Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger) er bestyrelsesformand.
- Koncernen beskæftigede pr. 31-12-2017 i alt 442 medarbejdere. Det er 138 nye ansatte i årets løb, hvoraf de ca. 50 skyldes opkøbet af Nettoline.
- Ejerforhold pr. 31-12-2017: Innovator Int. S.á.r.l. ejer 19,7 % og ATP 11,0 % af aktierne. I forbindelse med børsintroduktionen er der indgået aftale med en række nye kerneinvestorer. Bestyrelse og direktion ejer 6,8 %. Ultimo februar 2018 meddeltes det, at Ole Lund Andersen har købt sig op til en ejerandel på 5,04 %, og dermed er blevet storaktionær. Ved børsnoteringen i november 2017 fik man ca. 2.000 nye aktionærer.

## Markant salgs- og indtjeningsfremgang i 2017

2017 blev et rekordår. Det var samtidig også det første år med ejerskab af det i januar 2017 tilkøbte selskab Nettoline og det sidste år med fuldt ejerskab fra kapitalfonde. Den ved børsnoteringen sælgende kapitalfond nåede kun at være hovedejer i små to år. En ny periode begynder for selskabet med en status af børsnoteret virksomhed.

Salget steg i 2017 med hele 36,3 % til 817 mio. kr., hvilket er lidt over ledelsens udmeldte Guidance for året. Organisk var væksten på 18 %, mens 18,3 % skyldes købet af Nettoline. Justeret EBITA steg til 123 mio. kr., hvilket er lidt over Guidance på 116-122 mio. kr. Den tilpassede EBITA-margin var 15,0 %. På imponerende vis var nettoarbejdskapitalen negativ med 9,9 %, hvilket har bidraget positivt til likviditeten. Siden 2011 har fokus på arbejdskapitalen båret frugt fra +4 % i 2011 til -9,9 % i 2017. Det medfører, at koncernen er selvfinansierende. Niveaulet kan næppe gøres bedre, men ledelsen forventer, at det kan fastholdes. Cash conversion ligger på 110 %,

hvilket også er et særdeles flot niveau. Det udtrykker, hvor hurtigt man kan konvertere et produkt gennem salg til likvider. Et niveau på over 100 % er normalt vanskeligt at opnå, men ikke desto mindre har TCM over de seneste 7 år fastholdt et niveau over 100%. Tallet kan næppe blive bedre, men ledelsen forventer en fastholdelse omkring 100 %.

Den organiske vækst på 18 % er opnået i et marked, der af ledelsen estimeres til at være vokset med 5-7 % sidste år. TCM har således på ny været i stand til at erobre markedsandele. Den største vækst er opnået i B2B-segmentet. Omkring Svane er der i 2017 blevet indgået en aftale med en af Danmarks største typehuskunder, hvortil de første leveringer skete i slutningen af 2017. Den organiske vækst på det danske marked var endda 20,1 %, og dette marked står for 88 % af salget. Der er ingen tegn på flaskehalse på selskabets fabrikker, idet man opererer med 1½ holds skift – et niveau der kan fordobles uden behov for investeringer. Ledelsen betegner produktionsmedarbejderne som fleksible og omstillingsparate. Derfor bør det ikke give anledning til udfordringer i produktionen, at man løbende vil udskifte visse manuelle funktioner med robotter. Et robotcenter blev etableret på bordpladefabrikken i Tvis i Q4, hvor en robot erstatter tungt manuelt arbejde. Det øger kapaciteten på produktionen af Corian/Coretop bordplader og gavner arbejdsmiljøet. Intentionen er løbende at investere i robotteknologi med kort tilbagebetalingstid, hvor det er muligt.

Integrationen af det tilkøbte selskab Nettoline forløber planmæssigt. Købet er sket til en fornuftig pris med mulighed for synergier. I første omgang er en fabrik i Horsens blevet lukket og lagt ind under de bestående fabrikker, blandt andet Nettoline-fabrikken i Aulum. Ledelsen har tidligere indikeret, at der med virkning fra 2018 vil blive opnået årlige positive synergier fra købet på 8-10 mio. kr.

Samlet kan det konkluderes, at TCM Group er kommet særdeles flot igennem 2017.



*Flot design og funktionalitet præger løsningerne fra TCM Group. Billeder er hentet fra årsrapporten.*

## Udsigten for 2018

I indeværende år ventes salget at stige til 870-900 mio. kr. svarende til en vækst på 7-10 % mod 2-3 % for den generelle markedsvækst i Danmark. Det er en lavere vækstrate end i 2017, hvilket skyldes ledelsens forventning om lavere væksttempo i byggeriet og hushandelen i Danmark, Norge og Sverige. De senere år har køkkenbranchen været positivt påvirket af stigningerne i ejendomspriserne, og en ekstremt lav rente har givet forbrugerne økonomisk råderum. Det har ført til en hyppig udskiftning af køkkener, ligesom noget af det første nye huskøbere udskifter er køkkenet og bad. Vi er enig i ledelsens anskuelse af markedet, og der meldes da også om stigende boligpriser i de store byer i Skandinavien, ligesom tiden med nul i rente formentlig snart er ovre. Det vil reducere efterspørgslen efter nye køkkener, men heldigvis udgør 80-85 % af salget hos TCM udskiftning af køkkener i bestående boliger. Man er derfor ikke voldsomt eksponeret mod nybyggeriet. Den største del af salget sker B2B, heraf til boligselskaber, der løbende har behov for udskiftning af køkkener (dog primært af den billige slags).

En vækstdriver kunne blive det nye Svane køkken kaldet RAW. Der er tale om en finértype i egetræ med en specialudviklet overflade. Løbende nye produktlanceringer bidrager til vækst i salget. EBITA ventes i niveauet 130-140 og EBIT i niveauet 120-130. Det flotte niveau for arbejdskapitalen og cash conversion ventes fastholdt. Investeringsbehovet indikeres til 1-2 % af omsætningen. Som nævnt tidligere er en udvidelse af produktionskapaciteten mulig uden store investeringer. Tilbagebetalingstiden for investering i robotteknologi indikeres til at være kort.

Der udloddes ikke udbytte for 2017, men for regnskabsåret 2018 er det intentionen at udlodde 40-60 % af nettooverskuddet med betaling ved generalforsamlingen i 2019. Dette kan dog blive ændret, såfremt man vælger at foretage endnu et opkøb i branchen.

Indtjening pr. aktie (EPS) vil ligge i niveauet 9,0 kr. for 2018, hvis ledelsens mål opfyldes. Det forventer vi, da guidance forekommer velovervejet og lidt konservativ. Implicit handles aktien derfor til en P/E 2018 på 11.

## Aktien som investering

I årevis har TCM vækstet mere end det underliggende marked. Det er også udsigten for 2018, hvor salget ventes at stige 7-10 % mod en underliggende fremgang for branchen på 2-3 % jf. selskabets skøn. Man har altså år for år formået at erobre markedsandele trods en hård konkurrence fra eksempelvis IKEA, HTH, Vordingborg Køkkenet, Kvik, JKE, Designa og Invita. HTH ejes af det børsnoterede svenske selskab Nobia, der har en børsværdi på 12,1 mia. SEK og handler til en P/E 2018E på 12. Dette selskab oplever imidlertid vigende salg og en udfladning i indtjeningen, hvilket blandt andet skyldes eksponering mod Storbritannien.

Den gennemsnitlige årlige vækst i salget har i perioden 2011 til 2017 været på imponerende 14 %. Men hvor skal væksten komme fra i de kommende år, hvis boligmarkedets stigningstakt aftager? For nærværende omfatter salget i Danmark både Svane, Tvis, Nettoline, kitchn og private label. Tre nye branded stores vil blive åbnet i Danmark i 2018 – en Svane butik i Køge og to Tvis butikker i Aabenraa og Esbjerg. Vi ser mulighed for åbning af flere butikker i de kommende år for at dække hele Danmark, og selskabets mål er 5-8 nye butikker på 1-2 års sigt. Der bør være store ekspansionsmuligheder i Norge og Sverige. Det svenske marked består kun af 8 kitchn forretninger. Her er der således masser af muligheder både med kitchn og de andre brands. Norge er langt bedre dækket med 6 butikker for Svane hhv. Tvis, 27 forretninger for Nettoline og 15 private label kunder. Selskabets mål er åbning af 8-12 nye butikker i Norge på mellemlangt sigt. I Norge er der opstået en strid om rettigheden til Svane-navnet. Den norske modpart sælger sine sengeprodukter under Svane-navnet i Danmark, selvom TCM her ejer dette varemærke. Vi set ikke dette som et stort problem, og vi forventer en mindelig løsning mellem de to parter.

E-handel udgør fortsat en lille, men stigende andel af salget. På dette felt ligger der en stor salgsmulighed, hvilket dog nok primært vil blive rettet mod de billigste køkkener som Nettoline og kitchn ("gør-det-selv").

Opkøb er også på agendaen, altså at man køber sig til vækst. Købet af Nettoline er blevet håndteret flot, og integrationen er sket uden udfordringer.

Bremser for vækstambitionerne bliver udviklingen på markedet for hushandler og byggeriet. Det bliver en stor udfordring at håndtere for ledelsen. TCM Group forventer dog i 2018 en vækst i det generelle køkkenmarked på 2-3 % og hele 7-10 % for salget af egne mærker.

Umiddelbart finder vi investeringscasen interessant. Der er mange muligheder for at opnå en kontrolleret vækst både organisk og via opkøb. Den interne styring – også af finanserne – vidner om en ledelse med "hands-on". Ledelsens dybe engagement også på ejersiden er en "blåstempling". På den korte bane kan det dog blive vanskeligt at løfte aktiekursen, da der dels er uro på børserne, og dels nærmer vi os det tidspunkt, hvor storaktionæren kan vælge at sælge den resterende aktiepost på ca. 20 % efter lock-up perioden på 180 dage (24-05-2018). P/E 2018E kan vi udregne til 11, hvilket er lavt for et selskab med vækst i både salg og indtjening. På kort sigt giver vi aktien en Hold-anbefaling, men Køb på længere sigt.

## Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

### Styrker

En stærk økonomi giver råderum til opkøb. Selskabets udgifter ved åbning af nye butikker er begrænset, da det sker via franchise. Via et fælles IT-system har ledelsen i TCM Group overblik over ordreindgangen. 90 % af produktionen sker efter ordre. Det reducerer behovet for lagerbinding. Produktionskapaciteten er langt fra udnyttet, hvilket levner plads til ekspansion uden krav om store investeringer. Ledelsen er selv involveret i ejerkredsen.

### Svagheder

Niveauet for arbejdskapitalen og conversion rate ligger på et uhørt godt niveau, der over tid kan blive vanskeligt at fastholde. Selskabet afsætter produkter til en konjunkturfølsom branche. Som investor kan man spørge sig selv, hvorfor kapitalfonden har valgt at "cashe" ind efter blot 1½ års ejerskab? Selskabet er afhængig af de selvstændige forhandleres indsat i salgsledet.

### Muligheder

Ekspansion især i Sverige synes at rumme store muligheder, om end vi også her finder nogle af de hårdeste konkurrenter. Svane-mærket bør kunne udvides i Norge. E-handel kan blive udvidet betydeligt især for mærkerne Nettoline og kitchn. Geografisk kunne man også vælge at se mod syd til Tyskland.

### Trusler

Efter 11 år med kapitalfonde som ejere er der givetvis kun få steder internt, at der kan strammes yderligere op. Efter flere gode år med gang i byggeriet, lav arbejdsløshed og voksende rådighedsbeløb i familiernes husholdning, kan en rentestigning medføre reduceret efterspørgsel for udskiftning af/nye køkkener. Risikoen er, at vi befinder os tæt på toppen af konjunkturforløbet.

**Regnskabstal**

mio.kr.	2016 Proforma	2017	2018E
Omsætning	600	817	900
Justeret EBITA	86	123	140
EBIT	60	81	130
Resultat før skat	45	67	120
Nettoresultat	32	48	90
Antal ansatte gns.	336	410	420
Aktiver	796	806	850
Immaterielle aktiver	523	569	560
Materielle aktiver	108	85	85
Arbejds kapital netto	-59	-81	-90
Nettorentebærende gæld	171	226	100
Egenkapital	340	305	395
Justeret EBITA %	14,4	15,0	15,6
Egenkapitalforrentning % NA		14,9	25,7
Resultat pr. aktie	3,5	4,8	9,0
Udbytte	0,0	0,0	4,0
Indre værdi	34,0	30,5	39,5

**Seneste analyser:**

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt

Der foreligger ikke tidligere analyser, da denne er den første under en aftale indgået mellem TCM Group A/S og Aktieinfo om løbende analysedækning med opdatering 4 gange årligt foreløbigt dækkende 2018 og 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, 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.