

**TCM opretholder en høj salgsvækst, der overstiger væksten i det underliggende køkkenmarked. Indtjeningen ligger på et flot niveau, der i år påvirkes af en række udefrakommende forhold, blandt andet en udfordret forsyningskæde, frasalg og opkøb.**

- TCM Group fortsætter sin vækstrejse. Selskabet begünstiges af gode tider på boligmarkedet med stigende priser og dermed øget finansielt råderum for privatkunderne.
- Fremadrettet er der risiko for at boligpriserne har toppet for denne gang, og at renten snart begynder at stige. Det kan påvirke B2C-salget negativt, men heldigvis udgør B2B-salget cirka halvdelen af koncernomsætningen. Det har balancerede effekt på det samlede salg.
- Antallet af brandede butikker er vokset til 91, og ultimo året ventes tallet at være steget til 96. TCM Group følger en strategi om åbning af nye butikker primært i Danmark og Norge. Det skal udvide markedspositionen og øge markedsandelen.
- TCM Group har styrket indsatsen på e-commerce området, idet man har fusioneret kitchn.dk ind i Celebert, der har en stærk stilling på markedet for gør-det-selv salg på Internettet. Man har købt en ejerandel af Celebert på 45 % på favorable vilkår med mulighed for køb af den resterende ejerandel, ligesom TCM Group skal levere til Celebert/kitchn.dk. E-commerce-delen rummer vækstpotentiale på flere markeder, herunder i Sverige.
- Selskabet har en strategi om at foretage opkøb, såfremt de passer ind i strukturen. Det åbner for mulige opkøb i både Skandinavien og/eller Europa. Gearingen er steget som følge af årets opkøb af egne aktier og Celebert-transaktionen. Gearingen er dog ikke højere, end at der er finansielt råderum til at foretage yderligere opkøb.
- Baseret på seneste 12 måneders indtjening handler aktien til en P/E på 12,9 og 12,2 baseret på Aktieinfos estimater for 2021.
- TCM Group har en aktionærvænlige politik om at udlodde 40-60 % af årets nettooverskud i udbytte. Desuden har man aktuelt et program om køb af egne aktier for op til 150 mio. kr. frem til ultimo marts 2022.
- Aktien er så lavt prissat, at den kan overvejes af investorer, der kan se det langsigtede potentiale i dette solidt funderede selskab med en stærk balance og fortsatte ekspansionsmuligheder.

Aktuel Kurs: 158

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: 1.471 mio. kr.

Antal aktier: 9.308 mio. styk (korrigeret for egne aktier pr. 30-09-2021)

## Aktievurdering:

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 150-175 (uændret)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 175-210 (uændret)

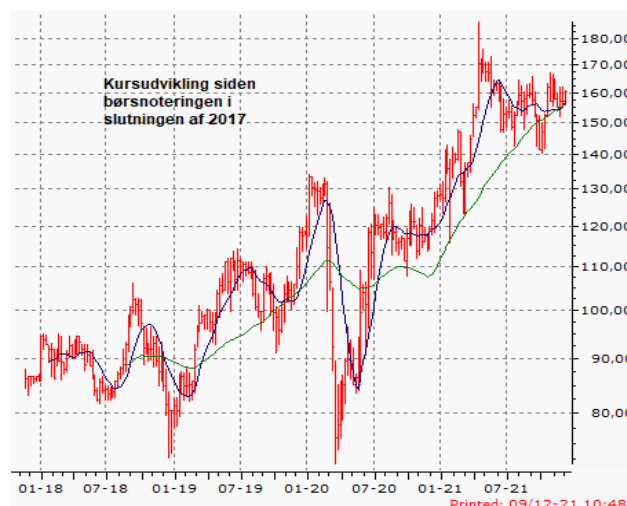
Næste regnskab: Årsregnskab den 25-02-2022



## Selskabets forventninger til 2021

TCM venter fortsat en omsætning på 1.090-1.120 mio. kr. Korrigeret for den frasolgte Svane Køkkenet butik i København svarer det til en organisk salgsvækst på 9-12 %

Justeret EBIT nedpræciseres til 148-155 mio. kr. (før 148-162). Det skyldes en udfordret forsyningskæde, stigende råvarepriser, og transaktionen med fusionen af kitchn.dk ind i Celebert, hvorved kitchn.dk ikke er inkluderet i EBIT men som resultatandel af associerede virksomheder.



Høj/lav seneste 12 måneder: 186,5 / 125

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.

**Fortsat høj vækst i både Q3 og Q1-3. TCM hæver salgspriserne med fuld effekt i Q4 for at imødegå stigende råvarepriser. I årets løb er der sket frasalg af Svane Køkkenet butikken i København og e-commerce aktiviteterne i kitchn.dk, der er fusioneret ind i Celebert, som TCM har købt 45 % af. Strategien følges, dvs. fortsat åbning af nye butikker i Danmark og Norge, ligesom TCM Group er markant styrket på e-commerce delen. Højt udbytte og køb af egne aktier er aktionærvenlige tiltag.**

TCM Group fastholder høje vækstrater for salget, der rapporteret i Q3 steg med 6,1 % men organisk reelt med 10 % som følge af frasalg af Svane Køkkenet butikken i København og e-commerce aktiviteterne i kitchn.dk, der er fusioneret ind i Celebert/kitchn.dk. TCM Group fungerer som leverandør til Celebert/kitchn.dk via fabrikken i Aulum. Opgjort for årets første tre kvartaler var den rapporterede vækst på 9,5 % (organisk 12 %).

I Q3 stod Danmark for 93 % af koncernomsætningen efter en rapporteret vækst på 5,4 % (organisk 9 %). Væksten drives især af gør-det-selv segmentet i Nettoline og e-commerce. Omsætningen udenfor Danmark steg med 16,3 %, hvilket blandt andet sker som følge af åbning af nye butikker i Norge.

Væksten i Q1-3 ligger over markedsvæksten og må derfor betragtes som absolut tilfredsstillende. Væksten sker i alle brands og lande men dog med højest bidrag fra salg af gør-det-selv produkter.

TCM har pr. udgangen af Q3 i alt 91 (88) brandede butikker efter åbning af en Nettoline butik i Randers. Ultimo året ventes tallet at være steget til 96, idet en ny Svane Køkkenet butik i København og en Tvis butik i Roskilde er åbnet i oktober. Desuden er der planlagt åbning af Svane Køkkenet butikker i Norge i byerne Oslo, Arendal og Frederikstad.

Udgiftssiden påvirkes af stigende råvarepriser, samt køb til lager for at opretholde en høj leveringssikkerhed. Nettoresultatet påvirkes positivt af en gevinst på 2,5 mio. kr. fra salget af den oprindelige Svane Køkkenet butik i København, og en nettogevinst på Celebert/kitchn.dk transaktionen på 15,5 mio. kr.

Det skal samtidig bemærkes, at driftsomkostningerne i Q1-3 er faldet fra 99,1 mio. kr. til 88,1 mio. kr. svarende til 10,6 % af omsætningen (13,0 % i samme periode sidste år). Faldet i driftsomkostningerne relateres til salget af Svane Køkkenet butikken og Celebert/kitchn.dk transaktionen.

Justeret EBITDA (korrigeret for nævnte salg/fusion) endte i Q3 på 35,8 mio. kr. og 121,1 mio. kr. for Q1-3. Justeret EBITDA-margin i Q1-3 var på 14,5 % (15,7 %). Justeret EBIT i Q3 var på 31,7 mio. kr. og for Q1-3 på 108,7 mio. kr. (103,3). Inklusive de ekstraordinære udgifter/indtægter er EBIT i Q3 opgjort til 43,7 mio. kr. (op fra 32,1) og for Q1-3 på 117,9 mio. kr. (op fra 101,3). Nettoresultatet for Q1-3 andrager 94,6 mio. kr. (op fra 77,1), hvoraf 9,2 mio. kr. skyldes de samlede nettoindtægter, der består af + 18,0 mio. kr. opnået ved frasalg/fusionen Celebert/kitchn.dk og salget af egen butik i København, mens der var ekstraordinære udgifter relateret til Covid-19 og forsyningsudfordringer på 7,5 mio. kr. og 1,3 mio. kr. til omstruktureringer.

Trods udfordrede forsyningskæder og stigende råvarepriser er TCM Group kommet flot igennem Q1-3. For at imødegå de stigende råvarepriser har TCM Group indført prisstigninger på selskabets produkter, men de slår først igennem i Q4. Vi kan derfor forvente en flot indtjening i Q4.

De frie pengestrømme i Q1-3 udgjorde 15,9 mio. kr., hvilket er et betydeligt fald fra 71,1 mio. kr. i samme periode sidste år. Det skyldes udfasningen af forlængede betalingsfrister for moms og ansattes skat samt ændringen i den danske ferielov. Arbejdskapitalen udgjorde -4,6 % af nettoomsætningen mod -8,0 % for et år siden. Det skyldes en udvidelse af varelagrene på 18,7 mio. kr. som følge af stigende råvarepriser og en beslutning om at etablere en buffer af komponenter og råvarematerialer for at opnå høj leveringssikkerhed.

Den nettorentebærende gæld er steget til 223,9 mio. kr. mod 0,3 mio. kr. på samme tid sidste år. Stigningen skyldes årets høje udbytteudlodning, et igangværende aktietilbagekøbsprogram (op til 150 mio. kr. hvoraf 114,1 mio. kr. er købt pr. 30-09-2021) og transaktionen Celebert/kitchn.dk. Trods den betydelige stigning ligger gearingen med 1,31 x løbende tolv måneders EBITDA fortsat markant under selskabets maksimumsmål på 2,25 x EBITDA.

Egenkapitalen udgør 424,9 mio. kr., soliditetsgraden er på 47 % og cash conversion raten ligger fortsat flot på 56,4 %.

## **TCM Group er en lavt prissat aktie**

Resultat pr. aktie for årets første tre kvartaler er på 9,75 kr. eller 12,24 kr. baseret på løbende tolv måneders indtjening. Aktieinfo estimerer et resultat pr. aktie for i år på 13,0 kr. baseret på gennemsnitligt 9,65 mio. udestående aktier ultimo. Aktien handler dermed til en P/E på 12,2 og et kurs indre værdi forhold på 3,4. Det er særdeles lavt set i forhold til flertallet af andre danske aktier.

Vi ser TCM Group som en særdeles interessant placeringsmulighed for langsigtede investorer, der efter vores vurdering kan købe sig ind i et veldrevet selskab, der har fokus på lønsom vækst, har en aktionærvenlig politik om udlodning af årligt udbytte på 40-60 % af nettoresultatet, hvortil aktuelt kommer opkøb af egne aktier.

## **TCM Group er en lavt prissat vækstaktie. Såvel omsætning som indtjening er vokset markant siden 2016, og der er basis for fortsat høj vækst fremadrettet – både organisk og via opkøb**

Siden 2016 har selskabet leveret en gennemsnitlig årlig vækst på 14 % i omsætning og 15 % i EBIT. TCM har således formået at vokse betydeligt hurtigere end det underliggende marked for køkkener. Man har været begunstiget af høj aktivitet på ejendomsmarkedet, lav rente og lav arbejdsløshed. Det har givet private forbrugere øget råderum til udskiftning/opgradering af køkkener.

Lav rente har således virket fremmende for køkkenmarkedet. Kun hvis renten stiger så markant, at boligmarkedet for alvor begynder at falde, vil det ramme TCM's salg mærkbart. Andelen af B2C-omsætningen kan dog på sigt komme under pres. Set i det lys er det vigtigt, at TCM har et stort og stabiliserende B2B-salg i Danmark med langvarige relationer til typehusfirmaer, ejendomsselskaber, almene boligselskaber m.fl., der løbende skal have indsat nye køkkener og bad eller foretage udskiftninger. B2B-salget står for ca. 50 % af koncernomsætningen.

B2B-konceptet vil sandsynligvis kunne overføres til det norske marked, men først skal markedet modnes med åbning af stadig flere Svane Køkkenet butikker. Det tager tid at skabe sådanne langvarige B2B-relationer, men effekten vil være stor, hvis man opnår gennembrud i Norge på sigt.

### **Vækstmulighed i Norge og Danmark**

Norge er aktuelt det primære vækstmarked uden for Danmark. På kort til mellemlangt sigt er det planen at have 15-18 Svane Køkkenet butikker i Norge. Alene i Q4 ventes der åbnet tre nye butikker i Norge. Trods en pæn markedsandel i Danmark vil TCM fortsat udvide butiksnettet, finpudse brandstyrkerne, butiksnetværket og salgsindsatsen. Jævnfør selskabets strategi er der basis for fortsat at tage markedsandele i Danmark. En vigtig faktor for konstant at tage markedsandele er innovation. TCM lancerer hvert år produktnyheder udviklet af egne designere og arkitekter, hvilket bidrager til at få kunderne ind i butikkerne.

### **Onlinedelen rummer betydeligt vækstpotentiale**

Et område, hvor man kan søge vækst, er på onlinesalg, hvilket primært er rettet mod gør-det-selv-forbrugerne. På onlinedelen har TCM Group oprustet via indgåelsen af det strategiske partnerskab med den danske e-commerce køkkenvirksomhed Celebert, der har stor erfaring på dette punkt med sine brands billigskab.dk, Celebert og Just Wood. TCM skal være leverandør til den nye fælles virksomhed. I første omgang har TCM Group købt en ejerandel på 45 % af, og indskudt sin egen e-commerce aktivitet kaldet kitchn.dk i partnerskabet. TCM Group har betalt 29 mio. kr. plus et earn out element i det fælles projekt, og man har sikret sig option på at købe den resterende ejerandel på 55 % på et senere tidspunkt. Opkøbet virker meget mere fornuftigt, end at TCM Group selv skulle satse betydelige ressourcer i at skabe vækst i kitchn.dk, idet man nu danner partnerskab med en i forvejen stærk aktør på online-delen. Onlinesalget kan over tid udvikles til flere lande. TCM Group har oplyst, at partnerskabet gradvist vil bidrage positivt med 8-10 mio. kr. til EBIT på årsbasis – formentlig med fuld effekt i 2023.

### **Opkøb i nærmarkederne**

Det er desuden muligt at opnå vækst via opkøb i Skandinavien og Europa. Finansielt har TCM Group råderum til at foretage opkøb, men priserne er steget i de senere år. Derfor kunne man forestille sig, at "Celebert-modellen" kunne anvendes, altså delvise køb kombineret med earn-out og option på fuldt køb efterfølgende.

Modellen kunne fx anvendes til markedsindtrængning i Sverige, hvor man sidste år indgik aftale med Kökscentrum om åbning af butikker. Foreløbig er man dog kun til stede i Sverige med Nettoline. Udvidelse i Sverige forekommer sandsynligt. Aktieinfo ser også mulighed for opkøb i nærmarkeder som Tyskland, UK og Benelux, men i så fald skal man samtidig kunne få adgang til lokal produktion, idet transportudgifterne ellers bliver for tunge.

Kapaciteten på fabrikkerne i Aulum og Tvis forbedres løbende og vil i de kommende år kræve investeringer i niveauet 2-3 % af omsætningen. Nuværende kapacitet estimeres at kunne klare en udvidelse af koncernsalget på op til ca. 50 % på de nuværende tre fabrikker, hvilket giver plads til at håndtere eventuelle opkøb.

Uagtet at der kan komme en mindre afmatning i B2C efterspørgslen, hvis renten stiger og fører til lavere ejendomspriser og dermed mindre finansielt råderum, så har TCM Group mange håndtag at dreje på for at opretholde høj lønsom vækst fremadrettet.

## Om TCM Group A/S

- TCM Group er Skandinaviens tredjestørste producent af køkkener, badeværelses- og garderobermøbler i dansk design og med produktion på to fabrikker i Tvis og en i Aulum. TCM Group gør brug af en multi-brand strategi med Svane Køkkenet som det primære brand, mens de øvrige brands er Tvis Køkkener og Nettoline, der samlet dækker hele prisspektret med salg via ca. 140 forhandlere i Danmark og resten af Skandinavien. Desuden sælges køkkener som private label (salg af TCM's produkter under kundens navn) gennem byggemarkedskæder i Danmark og uafhængige køkkenforretninger i Norge. TCM Group er leverandør til den 45 % ejede e-commerce køkkenvirksomhed Celebert (ejerandelen er købt primo juli i år), som opererer gennem de forskellige brands kitchn.dk, billigskafe.dk, Celebert og Just Wood.
- Ca. 95 % af de indkøbte spånplader fremstilles ved hjælp af 70 % affaldstræ fra dansk industriproduktion, herunder TCM Group. Man anvender udelukkende FSC-certificeret træ til de massive bordplader. Sidste år er der investeret i lakafdelingen, hvis kapacitet er øget og sikrer bedre kvalitet, ligesom der opnås en reduktion på ca. 5 % i CO<sub>2</sub> udslippet fra lakeringsprocessen.
- 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 brandede butikker i Danmark og Norge.
- Tvis Køkkener er det næststørste brand også med produktion efter ordre med mulighed for indarbejdelse af individuelle kundønsker. Der er tale om et stort sortiment med køkkener i alle prisklasser med salg via forhandlere i Danmark og Norge.
- Nettoline fremstiller køkken-, bad- og garderoberinventar rettet mod gør-det-selv segmentet med produkter i god kvalitet til konkurrencedygtig pris med salg via forhandlere i Skandinavien.
- Hvert år lanceres en ny og innovativ køkkenserie eller unikke tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter.
- TCM's salg sker via ca. 140 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 91 er brandede butikker. Danmark er det afgørende marked med en andel af salget på cirka 90 %. 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 Nettoline via forhandlere.
- B2B-salget dækker typehusfirmaer, almene boligselskaber, projektsalg og øvrige B2B-kunder og ligger på ca. 50 % af koncernomsætningen. 80-85 % af salget stammer fra renoveringsopgaver, hvilket sammen med en høj B2B-andel gør selskabet mere robust overfor økonomisk afmatning fremfor salg rettet mod nybyggeriet.
- 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 normalt 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 4,6 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 56,4 %.
- TCM beskæftiger 527 ansatte (501 for et år siden).
- Ledelsesgruppen består af CEO Torben Paulin (født 1966) og CFO Mogens Elbrønd Pedersen (født 1975). Sanna Suvanto-Harsaae (dansk og finsk statsborger, født 1966) er formand for bestyrelsen, der består af fem meget kompetente medlemmer.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017. Selskabet har en strategi om årligt at udlodde 40-60 % af nettooverskuddet. Med virkning fra januar i år er selskabet blevet indlemmet i MidCap-segmentet. I perioden frem til 11-03-2022 vil der blive købt egne aktier for op til 150 mio. kr. Pr. dato har selskabet købt for ca. 130 mio. kr. egne aktier.
- Pr. 30-09-2021 ejer følgende aktieposter på over 5 %: ATP, BI Asset Management, Luxempart PIPE S.å.r.l. Paradigm Capital Value Fund, Handelsbanken Fonder. Pr. 26-11-2021 ejer TCM 7,9 % egne aktier. Der foreligger ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

## Regnskabstal

mio.kr.	2017	2018	2019	2020	2021E
Omsætning	817	900	1.007	1.025	1.120
Justeret EBITDA	131	156	174	161	170
EBITA	88	146	154	142	160
Justeret EBIT	115	140	154	140	155
Resultat før skat	67	132	142	131	150
Nettoresultat	48	104	111	102	125
Antal ansatte gns.	410	458	489	483	510
Aktiver	806	844	911	929	900
Immaterielle aktiver	569	560	551	543	540
Materielle aktiver	85	88	111	133	140
Arbejdskapital netto	-81	-94	-109	-117	-70
Nettorentebærende gæld	226	91	52	-43	230
Egenkapital	305	409	473	574	450
Justeret EBIT margin %	14,1	15,6	15,3	13,6	13,8
Egenkapitalforrentning %	14,9	29,1	25,2	19,5	24,4
Resultat pr. aktie	4,8	10,4	11,1	10,2	13,0
Udbytte	0	4,75	0	13,0*	5,75
Indre værdi	30,5	40,9	47,3	57,4	46,6

\* Det ordinære udbytte for 2020 er 5,5 kr. plus ekstraordinært 7,5 kr. relateret til 2019, hvor man ikke foretog udlodning. Vi estimerer et gennemsnitligt antal udestående antal aktier på 9.65 mio. ultimo 2021. Tal for 2021 er udtryk for Aktieinfos estimerer.



## Seneste fire analyser:

### Forventet kursudvikling:

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
09-09-2021	161	150-175	175-210
27-05-2021	163	150-185	185-210
03-03-2021	140	125-150 (udbyttekorrigeret)	150-175 (udbyttekorrigeret)
02-11-2020	126	115-135	135-160

## 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.