

Salget steg i 2020 organisk med 1,8 %. I Danmark var fremgangen på 2,5 %. For 2021 ventes en organisk salgsvækst på 4-10 %. EBIT ventes at vokse med 4-15 %.

- Køkkenproducenten TCM Group er kendetegnet ved en stærk balance og en veldokumenteret evne til at skabe et stærkt cash-flow. Arbejdskapitalen styres stramt og cash conversion ligger på et særdeles flot niveau. Selskabet har år efter år vundet markedsandele på det danske marked, der står for 92 % af koncernomsætningen.
- Der er lagt en plan for udvidelse med åbning af nye butikker Danmark og Norge. Planen følges slavisk. Finansielt er der plads til opkøb, da man ikke har gæld. Fordelingen af salget mellem B2C (høj dækningsgrad) og B2B (lavere dækningsgrad) er optimal. B2B-salget vurderes nemlig at være meget robust med en høj andel af renoveringsopgaver, hvilket derfor reducerer afhængigheden af udviklingen i nybyggeriet.
- Pr. januar i år er aktien skiftet fra en notering i SmallCap til MidCap indekset. Det vil i sig selv skabe større interesse for aktien og øge aktiens omsættelighed. På generalforsamlingen den 13-04 søges der opbakning til at købe egne aktier for op til 150 mio. kr.
- For 2020 vil der blive udloddet 5,5 kr. i udbytte svarende til 54 % af årets nettoresultat. Målsætningen er årligt at udlodde 40-60 % af overskuddet. Da der ikke blev udloddet udbytte sidste år (som følge af Covid-19), vil der i år desuden ekstraordinært blive udloddet 7,5 kr.
- En investering i TCM Group bør overvejes af langsigtede investorer. Aktien burde komme ind på radaren hos investorer, der ikke blot jagter en gevinst i morgen, men som kan se det langsigtede potentiale i dette udmærkede selskab, der har gode odds for at kunne skabe høj lønsom vækst både organisk og via opkøb. En markant stigende rente er den største risiko i investeringscasen. For nærværende er der dog endnu ikke tegn på en varig og markant rentestigning.

Aktuel Kurs: 140

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1.400 mio. kr.

Antal aktier: 10 mio. styk



Selskabets forventninger til 2021

TCM Group venter en omsætning på 1.040-1.100 mio. kr. i 2021 svarende til en organisk vækst på 4-10 % samt en forbedring af t EBIT-resultatet til intervallet 145-160 mio. kr.

På generalforsamlingen den 13-04-2021 stilles der forslag om udlodning af udbytte for 2020 på 5,5 kr. pr. aktie + ekstraordinært 7,5 kr. pr. aktie. Sidstnævnte skyldes at man sidste år valgte ikke at udlodde udbytte. Desuden ventes det besluttet at igangsætte et program om opkøb af egne aktier for 150 mio. kr.



Aktievurdering:

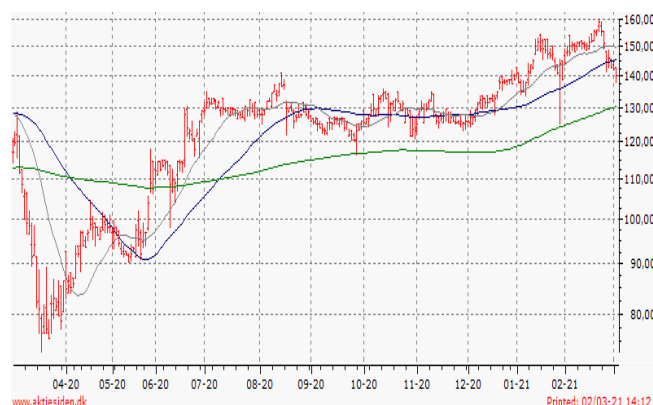
Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 125-150 (udbyttekorrigeret)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 150-175 (udbyttekorrigeret)

Næste regnskab: Q1 regnskab den 19-05-2021

Generalforsamling: 13-04-2021

Kursgraf sidste 12 måneder.



Høj/lav seneste 12 måneder: 160 / 77,6

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.

Om TCM Group A/S

- TCM Group er Skandinaviens tredjestørste producent af køkkener, badeværelses- og opbevaringsmøbler. Produkterne er dansk design og produceres i Danmark. Der gøres brug af single- og multi-brand salgsstrategier, 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.
- Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion udføres på to fabrikker i Tvis og en i den nærliggende by Aulum. I 2020 har selskabet investeret i at forbedre kvaliteten og kapaciteten i produktionsfaciliteterne, således at der er tilstrækkelig kapacitet til at klare udvidelse af forretningsomfanget. Koncernen beskæftiger 483 medarbejdere (489 for et år siden).
- TCM returnerer affaldstræ fra fraskær af spånplader til genbrug. Ca. 95 % af de indkøbte spånplader fremstilles ved hjælp af 70 % affaldstræ fra dansk industriproduktion, herunder TCM Group. Selskabet 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 CO₂ udslippet fra lakeringsprocessen. En miljøvenlig profil.
- Danmark er det afgørende marked med en andel af salget på 92 %. Koncernsalget foretages gennem ca. 135 forhandlere i Danmark og Skandinavien. Heraf er der 69 brandede butikker af de dyreste mærker Svane Køkkenet og Tvis Køkkener og 21 Nettoline-butikker. 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 til typehusfirmaer, almene boligselskaber, projektsalg og øvrige B2B-kunder og ligger på 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.
- 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 11,8 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 85,8 % (99,9 % året før).
- Ledelsesgruppen består af CEO Torben Paulin (54 år) 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 løftet op i MidCap-segmentet.
- Ejerforhold pr. 31-12-2020: ATP 10,8 %, BI Asset Management 10,06 %, Luxempart PIPE S.ä.r.l. 9,8%, Paradigm Capital Value Fund 8,4 %, Handelsbanken Fonder 6,9 %. Der foreligger ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

TCM Group har klaret sig flot igennem et udfordrende år

2020 blev for alle et udfordrende år. TCM reagerede proaktivt og støttede op om salget ved at øge markedsføringen og via kampagner. Derfor ender året med en omsætningsvækst på 1,8 % i 1.024,6 mio. kr., hvilket er lidt over selskabets seneste guidance på 980-1.020 mio. kr. Danmark er kernemarkedet udgørende en andel på 92 % af koncernomsætningen. Her så man en organisk vækst på 2,5 %, hvilket skyldes god aktivitet i Nettoline-butikkerne, e-handelsplatformen kitchn.dk rettet mod gør-det-selv-segmentet samt et godt salg af 3. parts produkter. Omsætningen i andre lande (Norge er det største marked) faldt med 6,1 %.

Indtjeningen faldt og året endte med et nettoresultat på 102,2 mio. kr. mod 111,3 mio. kr. året før. Nedgangen skyldes ekstraordinære udgifter på 5 mio. kr. relateret til Covid-19, udgifter til salgskampagner og markedsføring af sidste års nye produktlanceringer. Stigningen i salget af 3. partsprodukter med en lavere bruttomargin end på egne produkter trak bruttomarginen ned på 26,6 % (27,8 %). Korrigeret for engangsudgiften på 5,0 mio. kr. endte justeret EBIT på 139,7 mio. kr., og dermed indenfor det udmeldte interval på 135-145 mio. kr.

Ledelsen skønner, at det underliggende køkkenmarked i Danmark stiger 1-2 % årligt. Selv i et vanskeligt 2020 har TCM altså formået at vinde markedsandele. Det danske køkkenmarked har vist sig at være robust trods udfordrende markedsvilkår.

2020 blev et år med rekord for omsætningen og historisk mange nye produktlanceringer. Svane Køkkenet lancerede S19 serien og S12 Raw Limited edition. Tvis Køkkener lancerede Momento-modellen og nye håndtagsgreb mens Nettoline og kitchn.dk lancerede Satin-modellen. De mange produktlanceringer vurderes at bidrage til at booste salget videre ind i 2021.

Der er åbnet to nye Svane Køkkenet butikker i Aalesund og Kristiansand i Norge, hvor man desuden har ansat en Country Manager for at styrke den fortsatte ekspansion ind på det norske marked. I december 2020 solgte TCM Group sin Svane Køkkenet forretning i København til en franchisetager. Tvis har åbnet en butik i Vejle, lukket en i Grenaa og Roskilde er konverteret til Nettoline. Nettoline åbnede butikker i Bergen og Gjøvik i Norge og Skive i Danmark.

Den nettorentebærende gæld er pr. 31-12-2020 positiv med 42,9 mio. kr. "Gælden" er dermed nedbragt med 94,6 mio. kr. det seneste år. Gearing beregnet som nettorentebærende gæld eksklusiv skyldig selskabsskat delt med EBITDA var pr. ultimo på -0,23 mod 0,31 for et år siden. Selskabets maksimumål er på 2,25 x, hvilket giver finansielt råderum til optagelse af lån til opkøb. Balancen er stærk og sund med en soliditetsgrad på 61,8 %. Cash conversion raten er på 85,8 %, og arbejdskapitalen var på -11,4 % (et negativt tal er positivt) af nettoomsætningen. Tallet er påvirket af en stigning i varelagre som følge af opbygning af et bufferlager for at sikre høj leveringssikkerhed, en stigning i tilgodehavender, samt en stigning i leverandørgælden på 22,5 mio. kr., hvoraf 15 mio. kr. skyldes regeringens forlængede betalingsfrister som en del af de statslige hjælpepakker.

På generalforsamlingen stilles der forslag om udlodning af et udbytte på 5,5 kr. svarende til 55 mio. kr. eller 54 % af nettooverskuddet. Det er indenfor selskabets mål om udlodning af 40-60 % af nettooverskuddet. Sidste års planlagte udbytte blev annulleret som følge af Covid-19 pandemien. Den stærke finansielle stilling gør, at man stiller forslag om et ekstraordinært udbytte på 7,5 kr. og ønsker bemyndigelse til opkøb af egne aktier for op til 150 mio. kr. Det er nogle særdeles aktionærvenlige tiltag.

Resultat pr. aktie er godt nok faldet fra 11,13 kr. i 2019 til 10,22 kr. i 2020, men ligger fortsat på et flot niveau. Ved kurs 140 handler aktien således til en P/E på blot 13,7 og et kurs/indre værdi forhold på 2,5. Det er særdeles lavt og gør aktien til en langsigtet interessant placeringsmulighed.

Fremtiden

I 2020 har TCM Group investeret i produktions-setuppet for at øge kapaciteten og forbedre kvaliteten samt reducere selskabets CO₂-udledning. Denne proces vil fortsætte i de kommende år med investeringer i niveauet 2-3 % af omsætningen. TCM Group har kapacitet til fortsat at udvide forretningen. I første omgang på de bestående markeder ved åbning af stadig flere butikker, men opkøb er også en mulighed i nærmarkeder som Tyskland, UK og Benelux, hvis man kan få adgang til et godt underliggende med lokal produktion.

Der er lagt en strategi for udvidelse fra de nuværende 10 Svane Køkkenet butikker i Norge til 15-18 på kort til mellemlangt sigt. Åbning af en butik i Oslo er planlagt i år. Nettoline skal desuden åbnes i Norge. For at styrke ekspansionen i Norge er der ansat en Country Manager. Der er i år planlagt åbning af en Tvis-butik i Roskilde. I 2021 ventes der åbnet Nettoline butikker i Tønsberg i Norge og Fjerritslev og Køge. Selvom man har en ledende position i Danmark, er der fundet egnede lokationer for åbning af Tvis Køkkener og Nettoline i 5-8 danske byer.

I Norge er salget centreret om B2C. På sigt kan væksten accelerere via B2B-markedet, men det tager tid at opbygge relationer B2B. I Danmark har man stor succes B2B – en succes der kan/skal føres videre på andre markeder. B2B-kunder har langvarig karakter og reducerer selskabets risiko. Bagsiden af medaljen er, at dækningsbidraget er lavere B2B end ved B2C-salg. Der er også potentiale for udvidelse i Sverige, hvor man endnu kun er til stede med Nettoline. Onlinesalget via kitchn.dk dækker kun Danmark, og kan udbredes til andre lande.

Dækningsbidraget er størst ved salg B2C. Covid-19 har medført lidt tilbageholdenhed blandt forbrugerne sidste år, men det ser ud til, at Danmark (og formentlig også de andre Skandinaviske lande) slipper fornuftigt igennem krisen. Vort samfund er så småt begyndt at åbne op. Arbejdsløsheden er ikke steget mærkbart, og boligpriserne er steget og har givet husejerne mulighed for at optage supplerende lån til en rente tæt på nul til fx udskiftning af køkkener. Frigivelse af indefrosne feriepenge har desuden sendt penge ud til forbrugerne. Disse fakta taler for, at køkkenmarkedet (og andre forbrugsrelaterede virksomheder) kan stå foran en god periode.

B2B salg omfatter typehusfirmaer, almene boligselskaber, projektsalg m.m. Der er tale om en stabil kundegruppe med stor volumen, der står for over 50 % af omsætningen. Samarbejdet med B2B generelt og almene boligselskaber i særdeleshed er en stabiliserende faktor for salget, idet der her oftest er tale om udskiftning af køkkener, hvilket vi forventer kan bidrage til at opretholde et højt aktivitetsniveau. Der vil altid være en udskiftning af lejere, og slid fører til behov for udskiftning af køkkener. B2B-salget forventer vi kan opretholde et godt momentum, mens B2C-salget vil afhænge af, hvad der sker med renteutviklingen og arbejdsløsheden, når de statslige hjælpepakker gradvist udfases.

Vi vurderer, at TCM gradvist igen vil kunne opnå vækstrater i niveauet 10 % årligt og dermed forbedre indtjeningen tilsvarende. Set i dette perspektiv forekommer TCM Group fortsat at være en god langsigtet placeringsmulighed. Først når renten for alvor begynder at stige, kan det lægge pres på ejendomspriserne, antal ejendomshandler og dermed også reducere efterspørgslen hos TCM.

Udsigt til vækst på 4-10 % i 2021. Aktien er billig målt på P/E.

I 2021 forventer TCM Group at løfte salget med 4-10 % til 1.040-1.100 mio. kr. (eksklusive frasalget af Svane-butikken i København). EBIT før eventuelle engangsposter ventes at stige med 4-15 % til 145-160 mio. kr. I skemaet på side 5 estimerer Aktieinfo et salg på 1.090 mio. kr., et EBIT-resultat på 155 mio. kr. og et nettoresultat på 11,7 kr. pr. aktie. Baseret på dette estimat handler aktien for nærværende til en P/E2021E på 12,0.

Følgende forhold gør, at vi ser positivt på denne aktie: Stærk balance og en veldokumenteret evne til at skabe et stærkt cash-flow. Arbejdskapitalen styres stramt og cash conversion ligger på et særdeles flot niveau. Selskabet har år efter år vundet markedsandele på det danske marked. Der er lagt en plan for udvidelse med åbning af nye butikker. Planen følges slavisk. Finansielt er der plads til opkøb, da man ikke har gæld. Fordelingen af salget mellem B2C (høj dækningsgrad) og B2B (lavere dækningsgrad) er optimal. B2B-salget vurderes nemlig at være meget robust med en høj andel af renoveringsopgaver, hvilket derfor reducerer afhængigheden af udviklingen i nybyggeriet. Pr. januar i år er aktien skiftet fra en notering i SmallCap til MidCap indekset. Det vil i sig selv skabe større interesse for aktien og øge aktiens omsættelighed. Her vil selskabets opkøb af egne aktier for 150 mio. kr. også bidrage til at øge omsætteligheden. Hensigten om udlodning af et ordinært udbytte på 5,5 kr. giver alene et godt afkast til investorerne, men dertil kommer så i år ekstraordinært 7,5 kr. i udbytte.

TCM arbejder med en multibrand strategi



Svane Køkkenet er kendetegnet af innovative og skræddersyede løsninger til køkken, bad og opbevaring i høj kvalitet med brug af de bedste materialer og input. Produktion sker efter ordre, og specifikke kundeønsker kan indarbejdes. Hvert år lanceres en ny og innovativ køkkenserie eller unikke tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. Sidste år var der to af slagsen, nemlig S19 og S12 RAW Limited Edition i rå og mørkt design. Svane Køkkenet sælges gennem butikker i Danmark og Norge.

Tvis Køkkener har produceret og solgt kvalitetskøkkener i mere end 60 år. Produktion sker ordre, og kunder kan få individuelle ønsker indarbejdet. Tvis Køkkener har et af de største sortimenter og kan levere køkkener i alle prisklasser. I 2020 lancerede man Momento serien og nye håndgreb. Dette brand sælges gennem forhandlere i Danmark og Norge.

Nettoline fremstiller køkken-, bad- og garderobeinventar rettet mod gør-det-selv segmentet med produkter i god kvalitet til overkommelig pris. Nettoline sælges via forhandlere i Skandinavien. Der er indgået aftale med Kökscentrum omkring åbning af butikker i Sverige. Kitchn forretninger i Sverige er desuden skiftet til Nettoline. Sidste år blev 20 af Nettoline butikkerne i Danmark ændret til brandede. Sidste år blev der for Nettoline og kitchn lanceret en ny Satin model.

Kitchn fremstiller køkken-, bad-, bryggers- og garderobemøbler. Salg sker 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 indretnings-eksperter, 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.

Koncernsalget sker via ca. 135 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 90 er brandede butikker med salg af Svane Køkkenet (på franchisebasis), Tvis Køkkener og Nettoline. De billigste brands sælges også via Internettet.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker: Stærk balance, lav gæld og høj soliditet giver plads til opkøb. Asset light model. B2B salg reducerer risikoen ved ændrede konjunkturer. Finanserne styres stramt. Lav lagerbinding da 90 % af produktion sker efter ordre. Tab på debitorer er lave. Produkter i alle prisklasser. Nye produktlanceringer viser dynamik og tiltrækker kunder i butikkerne. Produktionskapaciteten udnyttes først fuldt ud ved en omsætning på 1,2-1,3 mia. kr. Aktien er blevet løftet op i MidCap-segmentet.

Svagheder: TCM Group er afhængig af konjunkturudviklingen, dvs. renteforhold, arbejdsløshed og ejendomsmarkedets udvikling (forbrugernes finansielle råderum). Man er afhængig af de selvstændige forhandleres indsats i salgsleddet. Der er mange store og mindre konkurrenter.

Muligheder: Norge og Sverige rummer betydeligt vækstpotentiale. Man kan øge indsatsen omkring e-handel – især rettet mod DIY segmentet (gør-det-selv-køkkener). Ekspansion til helt nye lande rummer perspektiv for øget salg, men det fordrer at man kan indgå aftaler med eksisterende, veldrevne butikskæder som partnere.

Trusler: Økonomisk afmatning og faldende ejendomspriser udgør den største risiko. Dertil kommer konkurrencesituationen.

Regnskabstal

mio.kr.	2017	2018	2019	2020	2021E
Omsætning	817	900	1.007	1.025	1.090
Justeret EBITDA	131	156	174	161	175
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	117
Antal ansatte gns.	410	458	489	483	485
Aktiver	806	844	911	929	950
Immaterielle aktiver	569	560	551	543	540
Materielle aktiver	85	88	111	133	135
Arbejdskapital netto	-81	-94	-109	-117	-115
Nettorentebærende gæld	226	91	52	-43	0
Egenkapital	305	409	473	574	580
Justeret EBIT margin %	14,1	15,6	15,3	13,6	14,2
Egenkapitalforrentning %	14,9	29,1	25,2	19,5	20,3
Resultat pr. aktie	4,8	10,4	11,1	10,2	11,7
Udbytte	0	4,75	0	13,0*	5,75
Indre værdi	30,5	40,9	47,3	57,4	58,0

* Det ordinære udbytte for 2020 er 5,5 kr. men dertil kommer et udbytte på ekstraordinært 7,5 kr. relateret til 2019, idet man ikke udloddede udbytte for 2019.



Seneste fire analyser:**Forventet kursudvikling:**

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
02-11-2020	126	115-135	135-160
27-08-2020	127	115-135	135-160
20-05-2020	93	90-115	120-140
03-03-2020	124	110-130	125-145

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.