

**Imponerende salgsvækst i første halvår. Guidance løftes for både omsætning og indtjening. Opkøb foretaget primo juli ventes allerede næste år at bidrage positivt til EBIT med 8-10 mio. kr. Aktien er lavt prisfastsat og derfor et godt langsigtet køb.**

- TCM Group opretholder en uhørt høj vækst på det vigtigste marked i Danmark. Væksten i Q2 på 9,7 % vidner om, at TCM vinder markedsandele i et dansk køkkenmarked med god efterspørgsel.
- Også i de udenlandske aktiviteter, der står for ca. 10 % af koncernsalget, meldes om høj vækst.
- Indtjeningen er i år udfordret som følge af stigende råvarepriser og forsyningskæderne. TCM har iværksat tiltag for at kompensere for udfordringerne. Hvor længe udfordringerne består vides ikke.
- I starten af juli har TCM købt 45 % af Celebert, der er specialiseret i e-commerce målrettet gør-det-selv segmentet. TCM indskyder sin egen e-commerce aktivitet kitchn.dk i samarbejdet, får plads i bestyrelsen, har option på køb af den resterende ejerandel og skal være leverandør til partnerskabet. Efter vores mening giver partnerskabet god mening, idet man ellers skulle anvende store ressourcer for selv at vækste på e-commerce-delen. Allerede i 2022 ventes partnerskabet at bidrage positivt til EBIT med 8-10 mio. kr. En klar styrkelse af TCM's satsning på øget e-handel.
- Med en styrkelse på e-commerce og den planlagte ekspansion via nye butikker i både Danmark og Norge i de kommende år, og eventuel udvidelse i andre lande via partnerskaber eller opkøb, kan TCM sandsynligvis fastholde en høj lønsom vækst.
- I år har TCM udloddet 5,5 kr. i udbytte og 7,5 kr. ekstraordinært. Man har desuden igangsat et program om køb af egne aktier for op til 150 mio. kr. frem til marts 2022. Det er aktionærvenlige tiltag.
- Baseret på seneste 12 måneders indtjening handler aktien til P/E 15,1 og blot 13,2 baseret på Aktieinfos estimater for 2021
- De største risici i casen er udviklingen i nybyggeriet, ejendomspriserne og beskæftigelsen, men en høj andel af B2B salg reducerer samlet set risikoen for, at der kan opstå et markant afbræk i afsætningen.
- 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, lav gæld og fortsatte ekspansionsmuligheder.

Aktuel Kurs: 161

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: 1.586 mio. kr.

Antal aktier: 9.856 mio. styk (korrigeret for egne aktier pr. 30-06-2021)

## Aktievurdering:

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 150-175

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 175-210

Næste regnskab: Q3 regnskab den 12-11-2021

## Selskabets forventninger til 2021

Forventningerne løftes i forbindelse med Q2 og H1-regnskabet. Nu ventes en omsætning på 1.090-1.120 mio. kr. (før 1.040-1.100 mio. kr.) og et EBIT-resultat på 148-162 mio. kr. (før 145-160 mio. kr.). Korrigeret for den frasolgte Svane Køkkenet butik i København ventes der i år en organisk salgsvækst på 9-12 %

I april købte selskabet egne aktier for 50 mio. kr. til kurs 175. Frem til 11-03-2022 vil selskabet købe egne aktier for maksimalt ekstra 100 mio. kr., hvoraf der udestår en ramme på 46 mio. kr. primo september. TCM ejer aktuelt 6,3 % af de udstedte aktier.



Høj/lav seneste 12 måneder: 186,5 / 116,5

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.

**To-cifret procentuel salgsvækst i Q2 og H1. Indtjeningen følger ikke med i helt samme stigningstakt. Høj udbytteudlodning og opkøb af egne aktier. Forventningerne til 2021 løftes. Efter statusdagen har TCM foretaget et spændende opkøb.**

TCM Group fortsætter med at vinde markedsandel efter en salgsvækst i Q2 på 11,7 % og 11,2 % for halvåret. I Q2 var væksten reelt endda 14 %, hvis der korrigeres for den solgte Svane Køkkenet butik i København, der er blevet solgt med en ekstraordinær gevinst på 2,5 mio. kr. Danmark er det absolut vigtigste marked med en andel af koncernsalget på 90 %. Her opnåede man en salgsvækst på 9,7 % og vinder dermed markedsandele i et dansk køkkenmarked med god efterspørgsel. Det er ganske enkelt imponerende, at man kan opretholde en så høj vækst på det danske marked. Salg udenfor Danmark (primært Norge) voksede med hele 34,6 %, hvilket skyldes organisk vækst og vækst fra nye butikker, men også som følge af et svagt sammenligningsgrundlag, da Q2 sidste år var voldsomt påvirket af en Covid-19 nedlukning.

Væksten er opnået i alle fire brands, men de højeste vækstrater er set inden for gør-det-selv segmentet (Nettoline og e-handelsplatformen kitchn.dk). Salgsmikset presser indtjeningen, da man har de højeste marginer på de dyrere brands som Svane Køkkenet og Tvis Køkkener.

Generelt er indtjeningen ikke vokset procentuelt så meget som omsætningen, hvilket skyldes flere ekstraordinære forhold. Salgsmikset vurderer vi vægter negativt på indtjeningen. Dertil kommer, at frasalget af Svane Køkkenet butikken i København også har haft en negativ påvirkning på bruttomarginen på estimeret 0,6 %-point. Kvartalet har også givet udfordringer på leverandørsiden med forstyrrelser i leveringen af råvarer, der desuden er steget i pris. TCM har efter bedste evne begrænset følgerikningen for leverancer til kunderne, men det har kostet ca. 3 mio. kr. ekstra i produktionsudgifter eller 1,0 %-point på bruttomarginen. Alle virksomheder melder om udfordrede forsyningskæder, og vi kan ikke afvise at det fortsætter i andet halvår – også for TCM. Bruttomarginen faldt i Q2 med 2,1 %-point til 25,7 %, hvoraf 1,6 %-point kan forklares ved de ekstraordinære forhold nævnt ovenfor. For halvåret steg bruttoresultatet til 140,6 mio. kr. svarende til en margin på 24,6 % (ned fra 26,7 %).

I positiv retning trækker et fald i driftsomkostningerne, der opgjort mod omsætningen i Q2 kun udgjorde 10,5 % mod 12,2 % for et år siden og i halvåret 11,1 % af omsætningen mod 13,1 % i samme periode sidste år. Justeret EBIT (korrigeret for ekstraordinære poster) steg i Q2 med 8,6 % til 44,1 mio. kr. svarende til en margin på 15,2 % mod 15,6 % for et år siden. For halvåret steg justeret EBIT med 9,5 % til 77,0 mio. kr. svarende til en margin på 13,5 % mod 13,7 % for et år siden. De ekstraordinære poster udgjorde en nettoudgift på 2,8 mio. kr. for halvåret som følge af udgifter på 4,0 mio. kr. relateret til Covid-19, 1,3 mio. kr. til restruktureringer og i positiv retning en gevinst på 2,5 mio. kr. fra salg af Svane Køkkenet butikken i København.

Pr. 30-06-2021 er den nettorentebærende gæld steget til 152,9 mio. kr. mod en gæld på 18,9 mio. kr. på samme tid sidste år. Trods den betydelige stigning udgør gearingen blot 0,9 set i forhold til løbende 12 måneders EBITDA. Selskabets maksimummål er på 2,25 x EBITDA, hvilket fortsat giver et stort finansielt råderum. I april har man indgået en ny finansieringsaftale med Nykredit Bank bestående af en lånefacilitet på 150 mio. kr. for tre år med option at udvide lånefaciliteten på lignende vilkår i yderligere to år. Årsagen til den stigende gæld er udlodning af i alt 130 mio. kr. i udbytte og et aktietilbagekøbsprogram på 150 mio. kr., hvoraf 82,3 mio. kr. var effektueret pr. statusdagen. Balancen er stærk og sund med en soliditetsgrad på 49,9 %. Cash conversion raten er på 71,5 %, og arbejdskapitalen var på -7,0 %. Egenkapitalen er faldet til 418,4 mio. kr. på grund af udbytteudlodningen.

Q2 og H1 har været præget af en række ekstraordinære forhold. Salgsvæksten er dog imponerende høj. Ser vi på bundlinjen steg nettoresultatet fra 52,8 til 56,6 mio. kr. svarende til en indtjening pr. aktie på 5,74 kr. EPS-tallet forbedres af den stigende indtjening, men også af det faktum, at der er blevet færre udestående aktier som følge af selskabets opkøb af egne aktier. EPS seneste 12 måneder er på 10,68, hvorved aktien handler til en P/E på 15,1. Aktieinfo estimerer et resultat pr. aktie for i år på 12,2 kr. baseret på 9,65 mio. udestående aktier ultimo. Aktien handler derfor til en P/E 2021E på 13,2.

År til dato er aktiekursen steget fra kurs 139 til 161. Hertil skal lægges 13 kr. i udbytte (5,5 ordinært og 7,5 ekstraordinært). Afkastet år til dato er således på 25,2 %. Alligevel er aktien billig målt i forhold til gennemsnittet for danske aktier. Det gør aktien interessant for langsigtede investorer, da der fortsat vurderes at være basis for vækst og forbedret indtjening i de kommende år. Selskabets opkøb af egne aktier bidrager til at holde efterspørgslen oppe, og her mangler man fortsat køb for 46 mio. kr. fra dags dato og frem til 11-03-2022.

Den største risiko i investeringscasen er en økonomisk afmatning i Skandinavien med markant faldende ejendomspriser og dermed reduceret finansielt råderum til boligejernes udskiftninger af køkkener og bad. TCM vil naturligvis blive negativt påvirket i en sådan situation, men en høj andel af salg til B2B-kunder gør selskabet mere robust mod en eventuel tilbagegang på et eller andet tidspunkt for nybyggeriet.

## Spændende opkøb i juli måned

Primo juli offentliggjorde TCM Group indgåelse af et strategisk partnerskab med den danske e-commerce køkkenvirksomhed Celebert, som man har købt en ejerandel på 45 % af. TCM har indskudt sin egen e-commerce aktivitet kaldet kitchn.dk i partnerskabet, der vil kræve en investering på op til 29 mio. kr. inklusive et earn out element. TCM har option på at købe den resterende ejerandel på 55 % på et senere tidspunkt.

Den nuværende stifter og storaktionær i Celebert, Birk Aagaard fortsætter som CEO med støtte fra TCM både som leverandør samt i bestyrelsen for selskabet. Celeberts styrke er en hurtigt voksende e-commerce forretning med brands som billigskab.dk, Celebert og Just Wood. Disse aktiviteter styrkes med kitchn.dk fra TCM Group. Vi ser partnerskabet som en fornuftig satsning på netop e-commerce rettet mod gør-det-selv segmentet. Alternativet var, at TCM selv skulle satse betydelige ressourcer på at udvikle kitchn.dk, for at styrke sig på e-handelsområdet. Nu danner man i stedet par med en i forvejen stærk aktør på e-commerce-området.

Investeringen for at opnå en 45 %'s andel vurderer vi som lav, idet TCM forventer, at partnerskabet allerede i 2022 (første år med fuld effekt fra partnerskabet) vil bidrage til EBIT i TCM med 8-10 mio. kr. I vores optik har TCM gjort et godt køb, idet man jo også skal levere produkter til partneren. Det er for os et glimrende eksempel på godt købmandskab fra TCM.

## TCM distancerer sig fra konkurrenter ved årligt at lancere produktnyheder

Innovation er vigtigt for at fastholde en ledende position på markedet. Strategien er årligt at lancere produktnyheder for at få kunderne ind i butiksnettet. I år har man lanceret nye trendy farver til S19-serien i Svane Køkkenet, der dermed kan tilbyde kunderne det bredeste udvalg af farver på markedet. Desuden er der lanceret nye muligheder i massivt egetræ, nye skabs- og borddesign i kombination med et betydeligt antal nye greb holdt designet i front, mens Tvis Køkkener har bygget videre på succesen Momento-designet lanceret i 2020, hvor man har kombineret massive træfronter og laminat ved at tilføje flere muligheder i massivt træ i kombination med et betydeligt antal nye greb. De mange tilvalgsmuligheder gør det muligt for kunderne at bestille lige akkurat den sammensætning, som passer til deres individuelle behov og ønsker.

## Fortsat vækstpotentiale for TCM Group

TCM Group er nu oppe på at have 91 brandede butikker. Målet er at have 94 brandede butikker ultimo året. På kort til mellemlangt sigt er planen at have 15-18 Svane Køkkenet butikker i Norge. Selvom TCM har en ledende position i Danmark, er der fundet egnede lokationer for åbning af Tvis Køkkener og Nettoline i 5-8 danske byer. E-commerce delen er styrket markant med indgåelse af partnerskabet med Celebert, hvilket rummer et betydeligt potentiale.

TCM har i Danmark et stort B2B-salg med langvarige relationer til typehusfirmaer, ejendomsselskaber, almene boligselskaber m.fl., der løbende skal have indsat nye køkkener og bad eller foretage udskiftninger. Det sikrer stabilitet i salget (andel på over 50 % af omsætningen), men dog med lavere dækningsbidrag end ved B2C-salg. Konceptet kan på sigt "eksporteres" til Norge, men først skal det norske marked 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.

Salget til privatkunder vil fremadrettet afhænge af udviklingen på boligmarkedet (nybyggeri og prisudviklingen), beskæftigelsen, og renteniveauet, men her virker den store andel af B2B-salg som en stabiliseringsbuffer.

TCM Group satser målrettet på at udvide aktiviteterne i Danmark og Norge. Inden årets udgang åbnes tre nye brandede forretninger, og der er i alt indgået aftaler om åbning af fire butikker (inklusive de tre åbninger i år). Der er fortsat plads til udvidelse til nye byer i Danmark og Norge jævnfør ovenfor.

Finansielt har TCM råderum til at foretage opkøb, men desværre er prisen på at købe sig ind i markedet steget betydeligt i de senere år. Derfor er vi opløftede over, at det er lykkedes at købe sig ind i Celebert på gunstige vilkår. På samme måde kan man forsøge at komme ind 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. Opkøb i Sverige må forventes på sigt. Opkøb kunne også finde sted i nærmarkeder som Tyskland, UK og Benelux, men det kræver, at man kan 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 et koncernsalg i niveauet 1,3 mia. kr., hvilket giver plads til at håndtere eventuelle opkøb. Ovennævnte betragtninger skulle gerne visualisere for læseren, at TCM har en række muligheder for fortsat at sikre en høj lønsom vækst.

## 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 er det største og vigtigste brand kendetegnet af innovative og skræddersyede løsninger i høj kvalitet med brug af de bedste materialer og input. Hvert år lanceres en ny og innovativ køkkenserie eller unikke tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. 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 forhandlere i Skandinavien.
- 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 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 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 7,0 % (arbejdskapital målt i forhold til 12 måneders omsætning) og en cash conversion rate på 71,5 %.
- TCM beskæftiger 504 ansatte (480 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. 105 mio. kr. egne aktier.
- Pr. 30-06-2021 ejer følgende aktieposter på over 5 %: ATP, BI Asset Management, Luxempart PIPE S.ä.r.l. Paradigm Capital Value Fund, Handelsbanken Fonder og selskabet selv 4,9 % (ejerandelen er siden steget til 6,3 %). 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	1.130
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	118
Antal ansatte gns.	410	458	489	483	510
Aktiver	806	844	911	929	850
Immaterielle aktiver	569	560	551	543	540
Materielle aktiver	85	88	111	133	140
Arbejdskapital netto	-81	-94	-109	-117	-100
Nettorentebærende gæld	226	91	52	-43	135
Egenkapital	305	409	473	574	450
Justeret EBIT margin %	14,1	15,6	15,3	13,6	13,7
Egenkapitalforrentning %	14,9	29,1	25,2	19,5	23,0
Resultat pr. aktie	4,8	10,4	11,1	10,2	12,2
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
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
27-08-2020	127	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.