

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2024

Perioden med høj rente førte til vigende forbrugertillid og lavere salg af køkkener. Nu står TCM Group sandsynligvis på tærsklen til en ny god periode for salg af køkkener, da renten i Europa og Danmark igen er faldende. Det vil alt andet lige forbedre forbrugernes lånemuligheder, genstarte nybyggeriet og dermed også køkkensalget.

- Salg af køkkener til privatkundesegmentet (B2C) udvikler sig igen positivt. Det påvirker indtjeningen positivt, idet TCM opnår de højeste marginer på B2C-salg.
- Projektsalg kaldet B2B har i senere år, hvor B2C-salget var under pres, virket stabiliserende på salget, da der her er tale om fler-årige aftaler. Lavere byggeaktivitet har dog nu bremset B2B-salget, og det kan tage et års tid, før ordrebøgerne i B2B-salget igen er bragt op på tidligere niveauer.
- For 2025 finder vi det sandsynligt, at B2C-salget vil stige og B2B-salget falde/stagnere. Fra 2026 (forudsat at der ikke sker nye rentestigninger i Europa og Danmark) kan begge segmenter dog for alvor booste salgsvæksten og indtjeningen.
- TCM har en strategi om årligt at opnå to-cifret procentuel salgsvækst. Det skal ske ved fortsat at vinde markedsandel i Danmark, som det har været tilfældet i de seneste mange år. Der vil også blive søgt vækst i Norge, hvor man står langt stærkere efter sidste års køb af AUBO Productions. AUBO's køkkener sælges via et netværk af Optimera butikker i landet, og der er basis for åbning af flere selvstændige butikker i Norge både for så vidt angår AUBO og det vigtigste brand – Svane.

AKTUEL KURS: 61,8

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 645 mio. kr.

Antal aktier: 10,439 mio. (korrigeret for egne aktier)

- E-handel er i år blevet udvidet til at omfatte Tyskland. På sigt kan Tyskland være et marked, hvor der også bliver åbnet fysiske butikker. Det nordtyske marked vil jo kunne serviceres med leveringer fra de bestående fabrikker lige udenfor Holstebro.
- På baggrund af udviklingen i årets første tre kvartaler løfter TCM bundniveauet af tidligere udmeldt interval for omsætning og indtjening. Nu ventes en omsætning på 1.150-1.200 mio. kr. (før 1.125-1.200) og et EBIT-resultat på 75-90 mio. kr. (før 70-90). Det er årets anden opjustering.
- Vi ser basis for et fornuftigt 2025, men fra 2026 en markant vækst og forbedring af indtjeningen. Af denne grund anses TCM Group som værende en god langsigtet placeringsmulighed med meget lav downside-risk.

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.

AKTIEVURDERING

Kursudvikling 0-6 mdr.: 60-75

Kursudvikling 12-18 mdr.: 75-85

Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 85-120

Årsregnskab den 26-02-2025.



Høj/lav seneste 12 måneder: 80,2 / 40,2

Salget til privatkunder vækster og styrker indtjeningen.

B2C-salget steg i tredje kvartal med hele 20 % og samlet steg koncernsalget med 7,4 %. Det danske køkkenmarked udmærkede sig med en omsætningsvækst på 10,5 %. Vigende B2B-salg trak ned i helhedsbilledet som følge af en ventet tilbagegang i projektsalget. TCM har i kvartalet nydt godt af en stærk ordreindgang i B2C-segmentet i årets første seks måneder, mens der var en flad udvikling i tredje kvartal.

Kvartalets salg steg til 277,7 mio. kr. mod 258,6 mio. kr. i samme kvartal året før. Det danske marked stod for 81,9 % af koncernsalget efter en organisk salgsvækst på 10,5 %. Omsætningen i Norge faldt med 4,4 %, hvilket førte til et samlet fald i den udenlandske omsætning på 4,8 % i kvartalet.

Bruttomarginen steg til 20,3 % mod 17,7 % i samme kvartal året før. Det skal dog nævnes, at kvartalet sidste år var negativt påvirket af en rettelse vedrørende indtægter fra 3. parts leverandør. Indtjeningsfremgangen i år skyldes et forbedret salgsmix med en voksende andel af B2C-salg, hvor der opnås bedre marginer end i B2B-salget.

Kvartalet bød på et mindre fald i driftsomkostningerne som følge af lavere nedskrivninger på tilgodehavender fra salg, hvilket bidrog positivt til EBIT, der blev forbedret til 16,7 mio. kr. for kvartalet og 60,5 mio. kr. for årets første ni måneder. Der har ikke været ekstraordinære poster i årets første ni måneder.

TCM GROUP HAR FOR ANDEN GANG I ÅR LØFTET FORVENTNINGERNE TIL 2024

Det går bedre for TCM Group end forventet ved årets start. I forbindelse med Q3-regnskabet blev forventningerne til årets omsætning løftet til 1.150-1.200 mio. kr. (før 1.125-1.200) og EBIT til 75-90 mio. kr. (før 70-90). Det er især B2C-salget, der trækker forventningerne på.

Tidligere på året blev forventningerne også løftet blandt andet som følge af en justering af vederlag relateret til sidste års opkøb af AUBO Production på 3-5 mio. kr.

Fra 2024 har TCM ændret klassificeringen af visse indkomsttyper fra nettoomsætning til reduktion i produktionsomkostninger. Ændringen vil reducere nettoomsætningen med 20-25 mio. kr. årligt.

TCM fastholder strategien om på kort til mellemlangt sigt at opnå to-cifret procentuel vækst i salget og en styrkelse af indtjening og cash-flow. Der vil fortsat blive investeret og optimeret i produktion og forsyningskæder, ligesom opkøb er en del af strategien.

E-commerce er i år blevet udvidet til også at omfatte Tyskland.

Det er fortsat et mål på mellemlangt sigt at åbne ekstra 6-8 Svaner Køkkenet butikker i Norge og bringe antallet op på 18-20. For så vidt angår det tilkøbte AUBO er strategien at åbne nye butikker i 2024 og at udvide B2C og B2B salget. Som led i denne strategi er der i første halvår åbnet AUBO butikker i Vejle og Nakskov.



ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2024

Nettoresultatet i tredje kvartal blev forbedret fra -1,7 mio. kr. til 8,8 mio. kr. og for årets første ni måneder fra 15,9 mio. kr. til 34,7 mio. kr. De frie pengestrømme i kvartalet udgjorde 6,0 mio. kr. og investeringerne 7,6 mio. kr. Cash conversion ultimo tredje kvartal er igen over 100 % med 120,6 % som niveau. En cash conversion over 100 % er muligt, idet TCM 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.

Nettogælden er i det seneste år blevet nedbragt fra 417,3 mio. kr. til nu 329,4 mio. kr. Gearingen er forbedret til 2,78 x justeret EBITDA, hvilket giver en betydelig margin til de aftalte covenants med selskabets bankforbindelse.

Regnskabet udlægger vi som værende meget opløftende for fremtiden. Vi bemærker, at den svenske konkurrent Nobia er kommet med et svagt regnskab for tredje kvartal og igen i år ventes at give underskud. Trods en udfordrende periode har TCM konstant formået at levere overskud på bundlinjen.

God finansiel performance er ikke blevet honoreret

TCM Group blev i november 2017 børsnoteret til kurs 98. Syv år senere ligger aktiekursen i 61,8. TCM har i alle mellemliggende syv år genereret overskud, givet udbytte i flere af årene, foretaget køb af egne aktier og styrket egenkapitalen.

Aktiviteterne er desuden blevet udvidet via køb af Nettoline i 2017. E-handel er blevet styrket markant via køb af en 45% ejerandel af Celebert, hvortil TCM nu også leverer bordplader. Nyeste opkøb var AUBO Productions i juli 2013. Timing af sidstnævnte opkøb var modig, da køkkenmarkedet var under voldsomt negativt pres henset til konjunkturudviklingen, men omvendt har det også medført, at TCM givetvis har købt AUBO på favorable vilkår. Købet af AUBO styrker ekspansionsmulighederne i Norge, hvor TCM udover en plan for åbning af Svane butikker også vil vokse AUBO via samarbejdet med Optimera. Fodfæstet i Norge er styrket markant, via AUBO's mange butikker, heraf størstedelen som shop-in-shops hos byggevarekæden Optimera.

I alle årene som børsnoteret selskab har TCM formået at vinde markedsandel på det vigtige danske marked. Nøgternt betragtet forekommer det ikke fair, at aktiekursen i dag ligger markant under niveauet fra 2017. Umiddelbart giver det grobund for fremtidig optimisme.

To-cifret procentuel vækst i omsætningen og styrket indtjening. Det må føre til stigning i aktiekursen

TCM har i de senere år foretaget en række tilpasninger internt både i relation til antal ansatte og effektivisering af produktionen, herunder ved brug af digitalisering. Sideløbende er der gennemført tiltag, der styrker selskabets ESG-profil. Selskabet forekommer derfor godt positioneret til at få gavn af et opsving i byggeriet, når det før eller siden kommer. Det sagt så bliver 2025 næppe et år med markant vækst, da B2B-ordrebogen er faldet og efterfølgende først skal genopbygges i takt med bedre tider for byggesektoren. B2C-salget er påvirkeligt af renteutviklingen, hvor pilen pt. peger i retning af lavere rente. De ydre forhold er således i bedring.

Selskabets strategiske mål er årligt at opnå to-cifret procentuel omsætningsvækst på kort til mellemlang sigt. Dette mål skal sikres ved at øge forbrugernes kendskab til de enkelte brands via markedsføring og løbende innovative produktfornyelser. Netop de årlige produktfornyelser eller -tilføjelser er unikt for branchen, hvilket sikrer, at TCM Group og de enkelte brands skiller sig positivt ud i forhold til konkurrenterne. Nye produkter sikrer opmærksomhed og kunder i butikkerne og på webshops.

På de indre linjer er der fortsat basis for at effektivisere produktionen og opnå synergier fra købet af AUBO. Det vil på sigt gavne indtjeningen.

I Danmark er der fortsat basis for åbning af nye forretninger i udækkede byer. Svane anses dog nu for at være fuldt dækkende i Danmark. Her i andet halvår er Svane butikken i Kolding blevet udvidet markant og betegnes som en flagskibsbutik. I Danmark er det fortsat intentionen at vinde markedsandel for gruppen som helhed.



ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2024

I Norge er der plads til åbning af flere Svane butikker før markedet mættes. Det norske marked ligner på mange måder det danske, og det giver derfor god mening at søge vækst her. Udover flere Svane butikker vil man vokse AUBO sammen med Optimera via shop-in-shops. B2B-markedet i Norge rummer potentiale for vækst.

Der er for nærværende ingen intention om ekspansion til Sverige, hvor de to førende konkurrenter + IKEA sidder tungt på markedet. Ekspansion til fx Tyskland forekommer meget mere sandsynligt. E-handelsdelen er i år blevet udvidet til at omfatte Tyskland, hvilket på sigt kan føre til etablering af fysiske butikker på dette potentielt store marked.

Opkøb er en del af strategien. For nærværende er der dog næppe finansielt råderum til lånefinansieret ekspansion.

TCM er en attraktiv langsigtet investeringsmulighed

Byggesektoren har historisk altid skiftet mellem konjunkturmæssig op- og nedtur med renteutviklingen som afgørende faktor. I Europa og dermed også i Danmark har vi fået de første rentesænkninger, og der er igen begyndende tegn på øget byggeaktivitet. Det vil dog tage tid, før B2B-salget for alvor igen begynder at vokse, idet der jo først skal bygges huse, før der skal indsættes nye køkkener. 2025 bliver dermed formentlig et mellemår, før en mere blivende opgang i salg og indtjening kan sætte ind fra 2026 og frem.

Vi anser det for sandsynligt, at bunden for køkkensektoren og dermed også TCM er passeret. Det lavere renteniveau vil understøtte ny opgang i byggeriet, styrke privatkundernes finansielle frihed og økonomiske råderum, samt sætte gang i ejendomsmarkedet med flere handler og dermed også flere huse med potentiale for udskiftning af køkkener. B2C-salget er allerede i bedring, mens B2B-salget næppe for alvor bidrager med fremgang før imod slutningen af 2025.

Hvis man ejer aktien, så hold fast og vent på bedre tider. Hvis man ikke ejer aktien, så hold godt øje med konjunkturudviklingen, og tøv ikke for længe. Når der kommer en vending til det bedre, kan TCM få en markant optur på Børsen.



STYRKER

TCM er kendetegnet ved innovation med årlige nyheder, hvorved man distancerer sig fra de andre køkkenproducenter. Nye produktserier tiltrækker kunder til butikker – både de fysiske og e-shops. Kort før årsskiftet lancerer Svane en nyhed. TCM har butikker godt fordelt i Danmark med tilbud om produkter i alle prisklasser fra det dyreste brand i form af Svane Køkkenet til de billigere Nettoline modeller. Købet af AUBO sidste år skete på et optimalt tidspunkt, og med AUBO er positionen i Norge styrket. I Norge og Danmark er der fortsat basis for åbning af flere butikker i de forskellige brands. E-handel varetages via Celebert i Danmark, Norge, Sverige og Tyskland. Ekspansion til et helt nyt marked i Tyskland kan på sigt være en mulighed. TCM satser på både B2C og B2B-salg, hvilket reducerer afhængigheden af konjunkturerne. Forretningsmodellen er Asset-Light og kræver ikke stor pengebinding. Costbasen er trimmet, hvilket vil gavne indtjeningen, når køkkenmarkedet igen ekspanderer efter et par udfordrende år.

SVAGHEDER

TCM er afhængig af udviklingen i byggesektoren og aktiviteten på ejendomsmarkedet. Lavkonjunktur rammer først B2C og efterfølgende B2B-salget - og modsat. Nu er B2C-salget igen på vej frem, men det vil tage lidt tid, før det også gælder for B2B-salget. Over tid udligner de to segmenter udsvingene. B2B-salget har haft en stabiliserende effekt, men pt. reduceres ordrebeholdningen, og den positive effekt aftager derfor. Der er mange konkurrenter på markedet, hvilket giver priskonkurrence. Den nettorentebærende gæld har nået et niveau, hvor der ikke er plads til ekspansive tiltag via lånoptagelse. Aktionærerne skal ikke forvente udbytte for 2024.

TCM
Group

MULIGHEDER

TCM kan søge vækst med åbning af fysiske butikker i Danmark og Norge, mens e-handelsdelen i år er blevet udvidet til at omfatte Tyskland. På sigt kan der åbnes for ekspansion i andre nærtliggende lande. B2B-salget kan på sigt blive udvidet i omfang via nye aftaler med developere m.fl. På sigt vil gælden blive nedbragt, så der igen er råderum til ekspansive opkøb. Et fortsat rentefald i Europa vil for alvor øge forbrugernes lyst til køb af nye køkkener og developeres incitament for at bygge nye huse (og dermed købe nye køkkener). Mulighederne er store.

TRUSLER

Konjunkturerne med lav aktivitet i nybyggeriet, vigende boligmarked og høj rente har givet modvind til TCM, der er ramt på den organiske vækst og indtjening. For nærværende er TCM finansielt fastlåst henset til en høj rente, selvom det pointeres, at man lever op til alle finansielle covenants for de bestående finansieringsaftaler med banken. Køkkenbranchen er/har været hårdt presset, hvilket kan udløse priskrig mellem de mange konkurrenter.

SENESTE ANALYSER

Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 mdrs. sigt
22-08-2024	68	65-75	75-85	85-120
23-05-2024	61,8	60-75	75-85	85-110
13-03-2024	52,2	50-60	60-65	65-100
24-11-2023	40,9	40-50	50-65	65-100

OM TCM GROUP A/S

- TCM Group er den tredjestørste køkkenproducent i Skandinavien efter de svenske konkurrenter Nobia og Ballingslöv. Hovedkontoret ligger i Tvis nær Holstebro. Produktion sker på to fabrikker i Tvis og to i den nærliggende by Aulum.
- TCM gør brug af en multi-brand strategi med Svane Køkkenet som det primære brand, mens de øvrige er Tvis Køkkener, AUBO og Nettoline samt salg via private label og e-handel. Produkterne dækker hele prisspektret. Salget sker via ca. 220 lokale forhandlere i Danmark og Skandinavien, hvoraf de 114 er brandede butikker. I Danmark sælges alle brands via selvstændige køkkenforhandlere, mens private label omfatter salg til byggemarkeder i Danmark, Norge, Island og Færøerne. TCM har et mål om løbende at åbne nye brandede butikker - indtil videre i Danmark og Norge. I tredje kvartal er der åbnet to Nettoline butikker i Brønshøj og Aars.
- Danmark er det største marked med en andel af salget på ca. 85 %. Den procentvise andel på det næststørste marked i Norge er stigende som følge af købet af AUBO.
- **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 franchise butikker i Danmark og Norge.
- **Tvis Køkkener** produceres efter ordre med mulighed for indarbejdelse af individuelle kundeønsker. Der er tale om et bredt sortiment i alle prisklasser med salg via forhandlere i Danmark, Færøerne og Norge.
- **AUBO** producerer og sælger køkkener og inventar til badeværelser. AUBO sælges via en række forhandlere med en god geografisk spredning i Danmark og Norge.
- **Nettoline** fremstiller køkken-, bad- og garderobeinventar rettet mod gør-det-selv segmentet med produkter i god kvalitet til konkurrencedygtig pris med salg via forhandlere i Danmark, Norge, Sverige, Island og Færøerne.
- **Private label** salg (TCM's produkter under kundens eget navn) sker i Danmark, Norge, Island og Færøerne.
- **E-handel** sker via Celebert i Danmark via kitchn.dk, billigskabe.dk og Just Wood med TCM som leverandør. E-handel via Celebert er udvidet til Sverige og Norge - i år også til Tyskland.
- **B2B** omfatter salg til professionelle kunder, herunder typehusfirmaer og projektudviklere, hvilket udgør ca. halvdelen af omsætningen. Størstedelen af dette salg stammer fra renoveringsopgaver. B2B-salget er præget af flerårige aftaler.
- TCM lancerer løbende nye innovative produkter og tilføjelser udviklet af selskabets egne designere og arkitekter. Nye produktserier er kendetegnet af et bæredygtigt produktdesign (cirkulært design). I år har Tvis lanceret "Harmoni" og Svane "New Tradition". Mellem jul og nytår lancerer Svane en produktnyhed.

LEDELSE OG BESTYRELSE



Torben Paulin
CEO



Thomas Hjannung
CFO



Anders Skole-Sørensen
Bestyrelsesformand

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2024

- TCM har lav kreditrisiko på 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 har 3. parts godkendte og validerede Miljøvaredeklarationer (kaldet EPD'er), hvilket dækker over alle laminat bordplader produceret af TCM gruppen. TCM er den første køkkenproducent i Skandinavien med sådanne data, hvilket styrker ESG-profilen. AUBO er i andet kvartal blevet FSC-certificeret.
- Næsten alle spånplader fremstilles af affaldstræ fra dansk industriproduktion. 92 % af al input til produktionen produceres i Europa, heraf over 50 % i Danmark og Tyskland. Det reducerer transportbehovet og klimabelastningen. TCM optimeret bæredygtigheden både internt og hos underleverandører. Sidste år tilsluttede TCM Group sig SBTi (Science Based Target Initiative), hvilket var endnu et skridt på vejen mod en reduktion af CO2 emissionen for hele værdi-kæden. Selskabets Scope 1 og Scope 2 udledning blev sidste år reduceret med 36 % og målet er at blive CO2 neutral i 2028.
- Selskabet beskæftigede 489 medarbejdere ultimo tredje kvartal mod 496 året før.
- Ledelse: Torben Paulin (født 1966) er CEO. Thomas Hjannung (født 1973) er CFO. Anders Skole-Sørensen er formand for bestyrelsen.
- TCM Group blev børsnoteret til kurs 98 den 24-11-2017. I juli 2023 blev der gennemført en emission ved salg af 1.221.419 nye aktier, hvilket tilførte TCM et nettoprovenu på 77 mio. kr. til delvis dækning af købet af AUBO Productions. Ydermere blev der udstedt 149.925 nye aktier som en del af betalingen til sælgeren. Samlet antal udestående aktier er herefter 10.440.587, hvoraf TCM selv ejer 73.051.
- Selskabet har en strategi om årligt at udlodde 40-60 % af nettooverskuddet, hvortil kommer opkøb af egne aktier og eventuelle ekstraordinære udbytter. I år og sidste år er der dog ikke udloddet udbytte.
- Aktionærforhold pr. 30-09-2024 (uændret i forhold til 31-12-2023): Paradigm Capital Value Fund 15,8 %, Paradigm Capital Value LP 12,1 %, BI Asset Management Fondsmæglerselskab A/S 10,8 %, ATP 10,3 %. Der foreligger ikke tal for antal aktionærer og geografisk fordeling.

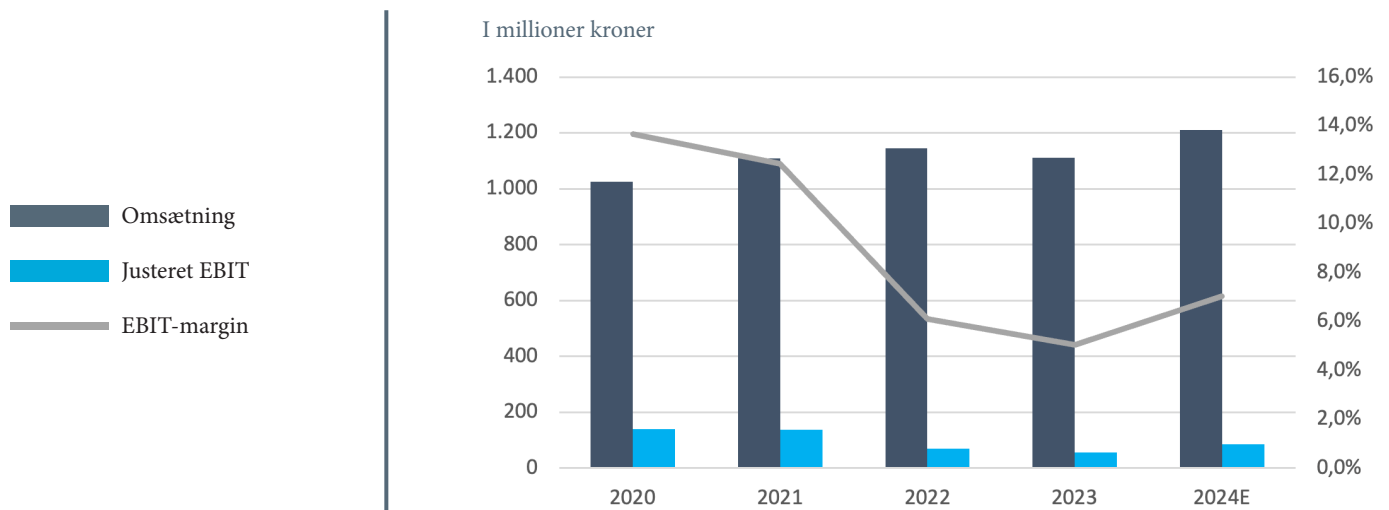
TCM
Group

ANALYSE AF TCM GROUP A/S efter Q3-regnskab 2024



REGNSKABSTAL

mio. kr.	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Omsætning	1.007	1.025	1.108	1.146	1.111	1.210
Justeret EBITDA	174	161	155	115	77	120
EBITA	154	142	138	97	52	100
Justeret EBIT	154	140	138	103	56	85
Resultat før skat	142	131	136	89	27	60
Nettoresultat	111	102	111	70	22	45
Antal ansatte gns.	489	483	504	496	482	480
Aktiver	911	929	907	970	1.201	1.250
Immaterielle aktiver	551	543	546	556	672	680
Materielle aktiver	111	133	146	180	238	250
Nettorentebærende gæld	52	-43	-199	288	349	300
Egenkapital	473	574	420	421	530	560
Justeret EBIT margin %	15,3	13,6	12,4	9	5,0	7,0
Egenkapitalforrentning %	25,2	19,5	22,3	16,6	4,6	8,3
Resultat pr. aktie	11,1	10,2	11,5	7,75	2,2	4,3
Udbytte	0	13	6	0	0	0
Indre værdi	47,3	57,4	45,8	46,4	50,7	53,6





JOHN STIHØJ

Født 1960. Mangeårig erfaring fra den finansielle branche, bla. via ansættelse i skandinaviske banker i Luxembourg i 7 år. Selvstændig indenfor den finansielle branche siden 1994. Ejer af Aktieinfo Danmark ApS.

Aktieinfo er stiftet i 2001 og er et af Danmarks førende, uafhængige analysehuse med fokus på både danske og udenlandske aktier.



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 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.