

12. MAJ 2025

TCM Group



STRATEGISK ANALYSE & VÆRDIANSÆTTELSE AF TCM GROUP A/S

FORFATTERE: DAGMAR KIRKEGAARD THOMSEN & MARIE LAURITSEN

VEJLEDER: CHRISTIAN FARØ

AALBORG UNIVERSITET

AFGANGSPROJEKT

HOLD: HDR (VIBORG)

Indholdsfortegnelse

Indholdsfortegnelse	1
Kapitel 1: Rapportbaggrund	3
1.1 Abstract.....	3
1.2 Indledning.....	4
1.3 Problemstilling.....	4
1.4 Problemformulering.....	5
1.5 Metode	5
1.6 Afgrænsning.....	6
Kapitel 2 – Virksomhedsbeskrivelse	7
Kapitel 3 – Strategisk analyse	8
3.1 Mission, vision og værdier	8
3.1.1 Mission.....	8
3.1.2 Vision	8
3.1.3 Værdier.....	8
3.2 Business Model Canvas.....	9
3.3 Ekstern analyse	12
3.3.1 Porters Five Forces	12
3.3.2 PESTEL	14
3.3.3 Sammenfatning af eksterne analyser	20
3.4 Intern analyse.....	20
3.4.1 Porters værdikæde.....	20
3.5 Sammenfatning af interne analyser	24
3.6 Samlet analyse af eksterne og interne forhold.....	24
3.6.1 SWOT-analyse	24
3.6.2 Virksomhedens strategiudvikling.....	24
Kapitel 4 – Regnskabsanalyse.....	25
4.1 Resultatopgørelse til analyseformålet.....	26
4.2 Managerial Balance Sheet	28
4.3 Nøgletalsanalyse.....	29
4.3.1 Return on Invested Capital (ROIC)	29
4.3.2 Operating Profit Margin.....	30
4.3.3 Capital Turnover	30
4.3.4 Financial Leverage Multiplier.....	31
4.3.5 Financial Structure Ratio	32
4.3.6 Financial Cost Ratio.....	32
4.3.7 Tax Effect Ratio	33

4.3.8 Return on Equity	34
4.4 Delkonklusion.....	34
Kapitel 5 – Budgettering	34
5.1 Resultatbudget	35
5.1.1 Omsætning	36
5.1.2 Vareforbrug	36
5.1.3 Omkostninger.....	37
5.2 Balancebudget	37
5.2.1 Arbejdskapital	38
5.2.2 Varebeholdning	38
5.2.3 Tilgodehavender.....	39
5.2.4 Varekreditorer og anden gæld	40
5.2.5 Investeringer	40
Kapitel 6 – Værdiansættelse.....	41
6.1 Værdiansættelsesmetoder	41
6.1.1 Værdiansættelse ved multipler.....	41
6.1.2 Discounted Cash Flow modellen	41
6.2 Værdiansættelse efter nøgletalsmultipler	42
6.3 Værdiansættelse efter Discounted Cash Flow modellen	43
6.3.1 Fastsættelse af WACC	44
6.3.1.1 Kapitalstruktur	44
6.3.1.2 Egenkapitalens afkastkrav	45
6.3.1.3 Fremmedkapitalens afkastkrav	46
6.3.1.4 Beregning af WACC	47
6.3.2 Det frie Cash-Flow	47
6.3.3 DCF Værdiansættelse	47
6.4 Følsomhedsanalyse.....	48
Kapitel 7 – Konklusion	49
Referencer	53
Bilagsoversigt.....	55
Bilag 1 – Resultatopgørelse i perioden 2020-2024.....	55
Bilag 2 – Balance i perioden 2020-2024.....	56
Bilag 3 – The Drivers of Return on Equity	57
Bilag 4 – Bloomberg	58
Bilag 5 – Interview med Morten Pank	58

Kapitel 1: Rapportbaggrund

1.1 Abstract

The thesis is about TCM Group A/S, which is a production company within kitchen, bath and storage manufacturing based in Central Jutland, Denmark more specifically in the city of Tvis and Aulum. This thesis aims to determine the theoretical value of TCM Group A/S as of December 31, 2024, and assess whether the stock price is undervalued or overvalued.

The analysis includes an examination of internal and external strategic factors influencing TCM Group A/S, a review of the company's economic development over the past five years, and an evaluation of the future budget and cash flow projections.

The thesis utilizes various financial models and valuation techniques to estimate the theoretical value of TCM Group A/S's stock. Key internal factors such as management efficiency, operational performance, and strategic initiatives are analyzed alongside external factors including market conditions, and macroeconomic trends. Historical financial data from the past five years is reviewed to identify patterns and trends in TCM Group A/S's economic development.

Future budget and cash flow projections are developed based on current and expected financial performance and anticipated market conditions.

The findings suggest that TCM Group A/S's stock price as of December 31, 2024, is influenced by a complex interplay of internal and external factors such as the movements in the interest rates. The interest rate influences the activity within sales of real estate, property development and renovations, which is the key drivers to sales of kitchen, bath, and storage. TCM Group A/S has had fluctuating results over the past five years, but looking at the predictions for the future cash flow TCM Group has established a foundation for future growth and development of the company.

Based on the analyzed valuation of TCM Group A/S, the conclusion is that the stock price is undervalued compared to the stock price as of the 31st of December 2024.

1.2 Indledning

TCM Group A/S er en vestjysk produktionsvirksomhed, som producerer køkken-, bad- og garderobeskabe. Virksomheden opererer inden for en branche, hvor højteknologiske anlæg og effektivisering giver license to operate. Virksomheden blev d. 1. november 2017 noteret på Nasdaq Copenhagen til en kurs på 97 DKK, og blev pr. 31. december 2024 handlet til en kurs på 70 DKK. I den mellemliggende periode har aktien svinget mellem en kurs på 39-170 DKK. TCM Group A/S's aktie står i dag med en Mifidstatus, som værende et illikvidt produkt jf. MIFID 2 lovgivningen (Vestjysk Bank A/S, u.d.).

Vi er begge rådgivere i et pengeinstitut med titlerne Privat- og Erhvervsrådgiver. Kunderne henvender sig ofte til deres bankrådgiver vedrørende finansieringsmuligheder ved installation af nye køkkener, som vi oftest ser, er i forbindelse med nye ejendomsprojekter, ejendoms-handler eller renovering.

Vi finder det interessant at belyse TCM Group A/S med baggrund i vores lokale kendskab til virksomheden, samt med vores erfaringer fra vores daglige arbejde i banken.

I forbindelse med at virksomheden blev børsnoteret har vi mulighed for at indhente det nødvendige materiale for at kunne gå i dybden med virksomhedens potentiale eller mangel på samme. Vi vurderer, at virksomhedens aktiekurs er et interessant nøgletal at analysere og diskutere med henblik på at blive klogere på værdiansættelsen af virksomheden.

1.3 Problemstilling

Med udgangspunkt i ovenstående finder vi det relevant at belyse emnet.

I løbet af de seneste 5 år har TCM Group A/S's bundlinje været mellem 21.522 t.DKK til 110.709 t.DKK. Der er en stor forskel mellem det bedste år og det værste år, hvorfor det ville være interessant at analysere TCM Group A/S's regnskab for denne periode, for at undersøge hvad har været årsagen til de store udsving i regnskabet de seneste 5 år? Det vurderes samtidig interessant at belyse de strategiske muligheder, udfordringer, styrker og svagheder, for at kunne forstå, hvordan disse påvirker regnskabet.

I 2021 indgik TCM Group A/S et strategisk partnerskab med e-commerce køkkenvirksomheden Celebert ApS, hvor de samtidig købte en ejerandel på 45%. I 2023 købte TCM Group A/S 100% af aktierne i AUBO Produktion A/S. Hvad er TCM Group A/S's strategiske overvejelser for fremtiden og hvilken påvirkning har opkøbene for TCM Group A/S's regnskab?

Siden børsnoteringen af virksomheden har aktiekursen haft udsving mellem kurs 39-170 DKK. Hvordan ser værdiansættelsen ud set ud fra et regnskabsmæssigt perspektiv i forening med det forventede cash flow og deres strategi? Er der så tale om en over- eller undervurdering af aktien?

1.4 Problemformulering

Med baggrund i de ovenstående problemstillinger, og ønsket om at blive klogere på værdiansættelsen af TCM Group A/S's aktie, vil denne afhandling forsøge at estimere, hvad TCM Group A/S's aktie teoretisk vurderes til. Dette har medvirket til følgende problemformulering samt underspørgsmål:

Hvad er den teoretiske værdi af TCM Group A/S pr. 31.12.2024? Vurderes aktiekursen for TCM Group A/S pr. 31.12.2024 at være under- eller overvurderet?

- Hvilke interne og eksterne strategifaktorer påvirker TCM Group A/S?
- Hvordan har TCM Group A/S's økonomiske udvikling været de seneste 5 år?
- Hvordan vurderes det fremtidige budget og cash flow for TCM Group A/S?
- Hvilken påvirkning har de strategiske beslutninger om opkøb på TCM Group A/S's regnskab?

1.5 Metode

I rapporten vil TCM Group A/S benævnes TCM. AUBO Production A/S vil benævnes AUBO.

Med baggrund i, at TCM er en børsnoteret virksomhed, vil vi indhente relevant regnskabsmateriale, som virksomheden offentliggør årligt og kvartalsvis

Rapporten anvender en kombination af primære og sekundære datakilder. Den primære datakilde består af den kvalitative metode i form af et dybdeinterview se bilag 5. Dybdeinterviewet laves med Morten Pank, som er medejer af Svane Køkkenet Midtjylland A/S, som i dag er den største aftager under brandet Svane Køkkener hos TCM. (Pank, 2025)

TCM er forsøgt kontaktet. Der har ikke været nogen tilbagevendelse fra TCM på vores henvendelse.

De sekundære datakilder består af både objektive og subjektive kilder, hvoraf rapport og artikler udgivet af TCM vurderes subjektive.

Det vil primært være sekundære kilder, som danner grundlag for rapportens analyse i form af virksomhedens regnskaber, tilgængelige markedsanalyser, samt andre relevante kilder. De sekundære og primær kilder behandles med en kritisk tilgang, da der kan være udfordringer med bl.a. bias og aktualitet.

Der er benyttet relevant teori fra studiet HD2 i Regnskab og Økonomistyring, hvor en række modeller og metoder danner grundlag for analysen.

Der vil gøres brug af bl.a. følgende modeller i rapporten:

- Business Model Canvas
- Porters Five Forces
- PESTEL-analyse
- Porters værdikæde
- SWOT-analyse
- Ansoffs vækstmatrix
- Porters generiske strategier
- Regnskabsanalyse
- Værdiansættelsesmetoder ved nøgletal
- Værdiansættelsesmetoden DCF-modellen

Rapporten vil indeholde Blooms seks taksonomiske niveauer, som vil sikre en omfattende dybdegående analyse. Denne tilgang sørger for en systematisk udarbejdelse af problemstillingen og sikrer at alle aspekter bliver grundigt behandlet.

1.6 Afgrænsning

Branche- og markedsanalysen afgrænses til markedsområdet Danmark, da Danmark i år 2024 stod for 80% af omsætningen, når et land står for så stor en procentdel af omsætningen er det virksomhedens primære markedsområde.

Skattesatsen i budgettallene er fastsat til 22%, da dette udgør selskabsskatten i Danmark og Norge ved rapportudgivelsen. Der er ikke taget højde for øvrige markeders skattesatser.

Der er i værdiansættelsen ikke brugt den beregnede Beta på baggrund af TCM's aktie udsving målt op mod KAX, da TCM ikke er handlet i samme grad, som de større spillere på KAX.

Der er i stedet gjort brug af de gennemgåede Beta-kilder fra pensum.

I denne rapport er der ikke taget hensyn til ESG, selvom virksomheden er underlagt at udarbejde et ESG-regnskab.

Kapitel 2 – Virksomhedsbeskrivelse

TCM producerer køkkener og møbler til badeværelset og garderobe med fokus på innovation, kvalitet og design.

TCM stammer fra en af de ældste danske køkkenproducenter, Tvis Køkkener, som blev etableret i år 1952 i Tvis.

I slutningen af 1960'erne etablerede Tvis Køkkener sammen med Modulia industriel køkkenproduktion, hvilket siden har dannet grundlag for virksomhedens kerneopgave. Siden er virksomheden vokset af flere omgange.

I 2005 blev Svane Køkkenet opkøbt af TCM efter flere års tæt samarbejde.

I 2017 opkøbte TCM Nettoline og Kitchn.dk. Nettoline havde egen produktion i Aulum ca. 10 km. fra TCM's primær produktion i Tvis.

I 2021 købte TCM sig ind i e-commerce virksomheden Celebert ApS med en ejerandel på 45%. Celebert ApS opererer i dag under mærkerne Kitchn.dk, billigskabe.dk, Celebert ApS og Just Wood.

I 2023 blev endnu en Aulum baseret køkken, bad og garderobe producent en del af virksomheden efter TCM opkøbte AUBO (TCM Group A/S, 2025).

I andet halvår af 2025 forventer TCM at opkøbe resterende ejerandel på 55% af Celebert ApS.

I dag er virksomheden Skandinaviens tredje største producent af køkkener, bad og garderobe med mærkerne Svane Køkkenet, Tvis Køkkener, Nettoline, AUBO. De producerer ligeledes til private labels. (TCM Group A/S, 2023; TCM Group A/S, 2024)

TCM's største aktionærer er Paradigm Capital Value Fund, Paradigm Capital Value LP, BI ASSET MANAGEMENT FONDSMÆGLERSELSKAB A/S og ATP som ejer mellem 10-20% (LassoX, 2025). TCM's egen aktieandel udgør alene 0,7% ved regnskabsafslutningen 2024 (TCM Group A/S, 2024).

Virksomheden beskæftiger ca. 460 ansatte.

Geografisk opererer TCM primært i Skandinavien, hvor de har 220 salgskanaler i form af franchise og egne butikker samt shop-in-shop (TCM Group A/S, 2024).

Kapitel 3 – Strategisk analyse

Den strategiske analyse vil bl.a. analysere TCM's mission, vision og værdier, samt deres forretningsmodel ved brug af modellen Business Model Canvas. Derudover vil værdikæden analyseres, for at blive klogere på TCM og deres muligheder. Efter de interne strategiske analyser vil de makroøkonomiske forhold blive analyseret ved hjælp af PESTEL og Porters Five Forces. Efter de makro- og mikro økonomiske forhold er blevet analyseret, vil de blive opsummeret ved brug af SWOT-modellen.

3.1 Mission, vision og værdier

Virksomhedens mission, vision og værdier danner grundlag for virksomhedens strategi, hvorfor det er væsentligt for den strategiske analyse.

3.1.1 Mission

TCM beskriver i deres årsregnskab deres formål og eksistensberettigelse som følgende:

" Our overall purpose it to create a better home life for everyone. Regardless of family constellation's, housing type and financial situation. " (TCM Group A/S, 2023, p. 2)

Virksomhedens mission om, at tilbyde et bedre hjemme liv for alle uanset deres situation, praktiserer de i form af deres brede produktudvalg med formål om at forbedre hjemmet. TCM tilbyder løsninger i alle prisklasser.

3.1.2 Vision

TCM's vision, beskriver hvordan virksomheden vil opnå deres langsigtede planer. TCM's vision er følgende:

" We want to be a contributor to our customer's everyday happiness, and we do so by working together across teams and organizations, always with the customer In focus. " (TCM Group A/S, 2023, p. 2)

3.1.3 Værdier

For at opnå visionen og missionen, er TCM's værdi, som er følgende, vigtig for dem:

" We create better kitchen environments for the heart of your home. " (TCM Group A/S, 2023, p. 2)

De opnår ved at lave bedre køkken muligheder både deres mission og vision.

3.2 Business Model Canvas

Business Model Canvas (BMC) (Olsen, et al., 2022, p. 69) bruges til at præsentere og analysere TCM's forretningsmodel. Modellen BMC giver et visuelt overblik over de forskellige komponenter herunder kundesegmenter, værdipropositioner, kanaler, kundeforhold, indtægtsstrømme, nøgleaktiviteter, nøglepartnere, nøgleaktiver og omkostningsstruktur. Ved at analysere disse parametre i forretningsmodellen opnås en dybere indsigt i virksomhedens værdigrundlag og værdiberettelse. Denne model bidrager til at identificere styrker og svagheder i TCM's forretningsmodel.

Kritikken af BMC-modellen er, at den ikke kan stå alene. Derfor skal modellen bruges i sammenhæng med de andre strategiske analyser, som gennemgås i denne rapport. (Olsen, et al., 2022, pp. 69-70)

Business Model Canvas

Kunder	Kundeværdi	Kanaler	Kunderelationer	Indtægtsstrømme
- Franchise butikkerne - Private som køber deres produkter - Virksomheder som køber deres produkter.	- Køkken-, badeværelsesmøbler og opbevaringsløsninger som holder. - Forskellige prislag. - Nytænkning i forhold til hjemmet og de materialer som bliver brugt.	- Franchise butikker - Online under deres E-commerce brands - Leveringen af deres produkter sker igennem lokale samarbejdspartnere.	- Igennem butikkerne - Reklamer i TV, aviser og på sociale medier. - Derudover har de lastbiler som distribuerer køkkenerne reklame på siden.	- Salg af deres produkter i lande som Danmark, Norge, Sverige, Island og Færøerne. - Salg til B2C - Salg til B2B
Ressourcer		Partnere	Aktiviteter	Omkostninger
- Egen produktion - Ledelse som er omstillingsparat. - Velkendte brands på det danske marked.		- Franchisebutikkerne - Leverandører - Eksterne partnere indenfor design - Deres lokale distributør.	- Produktion af køkken-, badeværelsesmøbler og opbevaringsløsninger. - Designudvikling - Brandudvikling	- Aflønning af medarbejder - Margen til butikkerne - Drift af produktionen - Råvare indkøb - Markedsføringsomkostninger

Figur 1: BMC – Egen tilvirkning

Partnere

Franchise butikker, da det er dem, som i sidste ende står for salget af produkterne.

Deres leverandører, som sørger for, at deres råmaterialer lever op til TCM's standarder.

Eksterne partnere indenfor design, som er med til at udvikle og hjælpe virksomheden med at udvikle sig.

Distributører som er med til at levere varerne fra deres fabrik til slutforbrugerne, disse partnere er vigtige så virksomheden overholder deres aftalte tidsrammer.

Aktiviteter

Produktion af køkkenmøbler, bademøbler og opbevaringsløsninger på deres egne fabrikker i Tvis og Aulum i Danmark. TCM skal kunne producere køkkener i alle prisklasser.

Derudover er et vigtigt element, at TCM udvikler nye designs, så de følger med og skaber bolig-trends, samt at de udvikler sig indenfor miljø og bæredygtighed.

Samarbejde i forhold til brand udvikling, da de besidder 5 brands (Svane Køkkenet, Tvis køkken, Nettoline, AUBO samt E-commerce samarbejde). Alle brands promoveres som dansk design.

Virksomheden går op i, at når de producerer deres produkter i en kvalitet, som har en lang levetid.

Ressourcer

En af de væsentlige ressourcer som virksomheden besidder er deres produktion, samt den måde de nytænker på i forhold til indeklimate og miljøet.

Deres produktion er en vigtig ressource, da de producerer i Danmark på deres to lokationer i Tvis og i Aulum, hvor de har i alt fire fabrikker.

En væsentlig ressource er deres brands, som har eksisteret i mange år og opbygget et godt omdømme.

En anden væsentlig ressource er virksomhedens ledelse, som har vist sig at være omstillingsparat i en konjunkturfølsom branche (Jeppesen, 2022).

Kundeværdi

At skabe løsninger indenfor køkkener, badeværelser og opbevaring, som er lavet til at holde, samt at være skabt på de bedst tænkelige måder for hjemmet.

Derudover laver virksomheden disse løsninger i forskellige prislag, så de rammer en bred forbruger skare, dette er også beskrevet i deres mission og vision for virksomheden (TCM Group A/S, 2023, p. 2).

Kunderelationer

Relationerne mellem virksomheden og kunderne opstår primært i butikkerne. Derudover opstår kendskabet til virksomheden igennem markedsføring, hvor der bliver markedsført for de enkelte brands igennem Tv-reklamer, avis reklamer og på de sociale medier.

De fragtfirmaer, der distribuerer TCM's produkter, har reklame på siderne af deres køretøjer.

Igennem disse forskellige metoder forsøger virksomheden at skabe en relation til deres kunder (slutforbrugerne).

Når handlen med kunderne sker gennem franchise butikkerne, er det vigtigt, at alle butikker har samme værdigrundlag, da TCM ønsker en ensartet kundeoplevelse.

Kanaler

TCM bruger lokale distributører til at levere til slutforbrugerne. Derfor står TCM ikke selv for denne del af værdikæden. Det er TCMs franchisebutikker, som sælger størstedelen af deres produkter. I øvrigt sælger de igennem følgende online brands Kitchn.dk, billigskab.dk, Celebert ApS og Just Wood (TCM Group A/S, 2024).

Kunder

Der er 112 butikker, som hører under brandet, og samlet kan de findes i 220 butikker (TCM Group A/S, 2024).

Deres kunder er deres franchisebutikker, men selve kundeværdien er rettet mod slutbrugerne, som er de private forbrugere samt B2B salget.

Omkostninger

De største omkostninger, som virksomheden har, er til råvare indkøb, aflønning af medarbejdere, margen til deres franchise butikker, distributionsomkostninger, salg og markedsføringsomkostninger.

Indtægter

Indtægterne kommer fra salg af virksomhedens produkter til deres franchise butikker samt deres online platforme.

Virksomheden er i følgende lande (TCM Group A/S, 2024):

- Danmark, som står for 80,5% af omsætningen.
- Norge som står for 18,5% af omsætningen
- De øvrige lande; Sverige, Island og Færøerne udgør 1% af deres omsætning.

Når virksomhedens omsætning er så markant i et land, gør det at virksomheden, er meget afhængig af dette land. Det er derfor vigtigt, at TCM opretholder sin position på det danske marked, og vækster på det norske og de øvrige markeder.

Konklusion

Virksomheden er meget afhængig af det danske marked, da dette marked alene står for 80,5% af omsætningen i 2024. Derudover opererer virksomheden i et konjunkturfølsomt marked med en ledelse, som er gode til at omstille sig og tilpasse organisationen til det marked, de befinder sig i.

Derudover har TCM fem forskellige brands, når brands under Celebert ApS vurderes under en. Det er vigtigt, at virksomheden brandudvikler hvert enkelt brand.

3.3 Ekstern analyse

I det næste kapitel analyseres de eksterne forhold, herunder konkurrencesituationen i form af Porters Five Forces og omverdenen i form af PESTEL. Disse analyser vil blive brugt til at beskrive og analysere virksomhedens omverden.

I analyserne vil der i visse delelementer blive opdelt, om det er på B2B eller B2C markedet. Grunden til denne opdeling i analyserne skyldes, at markederne reagerer på forskellige måder.

3.3.1 Porters Five Forces

For at analysere og beskrive konkurrencesituationen i branchen anvendes Porters Five Forces. Denne model går ind og analyserer konkurrencesituationen på disse parametre; trusler fra nye udbydere, kundernes forhandlingsstyrke, substituerende produkter, leverandørernes forhandlingsstyrke. I denne analyse vil der blive gjort brug af deres konkurrent HTH-køkkeneres koncernregnskab, som er ejet af Nobia AB. (Nobia AB, 2024)

Trusler fra nye udbydere

Det koster ikke noget at blive ny udbyder på markedet, hvilket isoleret set kan gøre det nemmere at indtræde på markedet. Det vurderes, at stordriftsfordele giver en stor konkurrence fordel, hvilket kræver en anlægstung produktion, hvorfor det er svært for nye udbydere at træde ind på TCM's marked. Mindre udbydere vil typisk være snedkerproducerede køkkener, som ligger i en højere prisklasse. Hvis man vil i samme skala som TCM, og ikke vil være snedker producent, så er det dyrt at etablere sig, da det kræver omfattende produktionsfaciliteter.

Køkkenmarkedet er i øvrigt følsom overfor eksterne forhold, som gør markedet usikkert at være på, dette kan afholde nye udbydere for at etablere sig på markedet.

Nye udbydere vurderes ikke at være en stor trussel for TCM, da evt. nye udbydere i højere grad henvender sig til et andet segment pga. prisen.

Kundernes forhandlingsstyrke

Når købernes forhandlingsstyrke skal analyseres, vurderes følgende parametre:

- Prisfølsomhed
- Produktdifferentiering
- Størrelse og koncentration af køberne relativ i forhold til producenten
- Købernes skifteomkostning
- Købernes informationsniveau

B2B:

På B2B markedet vil der ofte være kunder iblandt, som køber bad, køkken og opbevaringsløsninger til store boligbyggerier. Når disse kunder laver en stor ordre, vil de have en god forhandlingsstyrke, da det vil være en forholdsvis stor ordre for køkkenproducenten. I TCM's og Nobia AB's årsregnskab for 2023 beskriver begge producenter, at B2B markedet var med til at sikre omsætningen, selvom segmentet afgav færre ordre end normalt. (Nobia AB, 2024)

Køberne på køkkenmarkedet er oplyste. Priser er tilgængelige på de forskellige virksomheders hjemmeside. Produktdifferentiering er også let tilgængelig, og kunderne kan nemt sammenligne de forskellige produkter. Forskellen mellem køkkenerne er typisk designelementer. Der er ingen skifteomkostninger, når man køber køkkener, og derfor forringer dette køkkenproducenterne position.

Når der ses på disse parametre, vil køberne på B2B markedet have en stor forhandlingsstyrke pga. mængden og størrelsen af ordren, samt pga. det gennemsikkelige og informative køkkenmarked. (Pank, 2025)

B2C:

På B2C markedet er der mange kunder. Hver enkel kunde aflægger en ordre på et køkken. På dette marked er det informationsniveauet, som gør, at kunderne har en forhandlingsstyrke. På B2C markedet vurderes forhandlingsstyrken at være moderat, da kundernes ordrestørrelse er mindre, men samtidig er der stor gennemslagskraft.

Det er vigtigt at producenterne differentierer sig i forhold til deres konkurrenter på de produkter, som de tilbyder.

Substituerende produkter

Der er umiddelbart ikke mange substituerende produkter til køkken, bad og opbevaringsløsninger. Tendenser som "Small Living" kan være et substituerende element, hvor der ikke er behov for almindelige køkkenløsninger, og maden evt. ikke tilberedes i hjemme med hentes i form af Take Away eller at der spises ude.

Upcycling, som ikke indebærer køb af nye elementer, men i stedet er i form af ny lakering eller køb af brugte køkkener, kan være et alternativ, og kan mindske efterspørgslen efter nye køkkener.

Snedkerløsninger kan også være et alternativ til køb af TCM's produkter.

Ovenstående forhold vurderes ikke at være en væsentlig udfordring for TCM. De ser en adfærd i branchen, hvor flere skifter hele køkkenet ud. (Pank, 2025).

Leverandørernes forhandlingsstyrke

For at analysere leverandørernes forhandlingsstyrke skal der ses på disse 2 parameter (Olsen, et al., 2022, p. 167):

- Antallet af leverandører til markedspladsen
- Leverandørernes relative forhandlingsstyrke

For køkkenproducentbranchen, er deres leverandører forhandlere af råvarer. For TCM er det forhandlere indenfor træ, stål, aluminium og plastik. (TCM Group A/S, 2023, p. 14)

Der vurderes at være mange udbydere, som forhandler de råvarer som køkkenbranchen bruger. Derfor er leverandørens forhandlingsstyrke lav. Det kan i perioder opstå situationer, hvor det kan være svært at få leveret materialer, hvor leverandørerne står med en stærkere forhandlingsposition, og at priserne dermed stiger.

For at TCM ikke bliver for afhængig af deres leverandører, har de flere leverandører til samme råvare.

Konkurrencesituationen på markedspladsen

Den konkurrenceform som køkkenproducenterne har, er monopolistisk konkurrence, da der er mange udbydere, samtidig med at forbrugerne har en præference. De forskellige producenter forsøger derudover at designudvikle og differentiere deres køkkener mm., da disse varer er heterogene i form af designelementerne. Konkurrencen er i samme produktkategori, hvorfor den samlet set vurderes snæver.

Sammenfatning af P5F

Ud fra de ovenstående analyseelementer er konkurrencesituationen hård i branchen. Grunden til at konkurrencen er hård skyldes at kunderne har en stor forhandlingsstyrke, da der er meget gennemsigtighed imellem virksomhederne og slutforbrugerne. Der er i mindre grad konkurrence fra substituerende produkter. Det er det vigtigt at producenterne laver differentierede produkter, som forbrugerne efterspørger.

3.3.2 PESTEL

PESTEL analysen er valgt, da denne analyse er med til at analysere virksomhedens eksterne fjernmiljø. Analysen i følgende fjernmiljøer; politisk, økonomisk, socialt/kulturelt, teknisk,

miljø og lovgivning kan sammenfatte, hvilke trusler og muligheder TCM står overfor. Denne model kan være med til at give et overblik over de makroøkonomiske omgivelser. (Olsen, et al., 2022, pp. 156-157)

PESTEL-analysen

Politisk

De politiske tiltag, som påvirker branchen, er bl.a. om der bliver etableret strammere miljøkrav til producenterne, som i sidste ende kan resultere i en dyrere produktion pga. andre materialer og andre måder at producere varerne.

B2B:

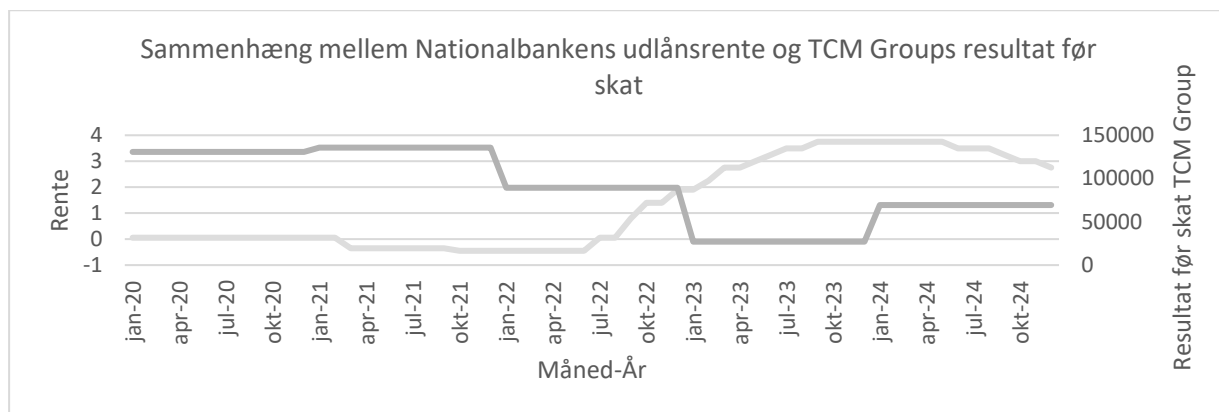
Byggebranchen og køkkenbranchen er tæt forbundene, hvis der kommer politiske ændringer, som påvirker byggeriet negativt, vil dette få en direkte indvirkning på køkkenbranchen, da der hermed vil blive solgt færre køkkener til byggebranchen.

Politik kan have store indvirkninger, hvilket senest er set ved USA's præsidents udmeldinger omkring toldsatter på andre landes produkter. (Ritzau, 2025) En sådan handelskrig kan få indvirkning på virksomheder, ved bl.a. at deres råvarer bliver dyrere og dermed prisstigninger på virksomhedernes produkter, som kan medføre at salget af varer bliver mindre. Når der bliver indført told på varer, gør det i sidste ende at slutforbrugerne skal betale mere for varerne. Dermed bliver slutforbrugerne fattigere, hvilket kan have betydning for salget af køkkener.

En stærk side ved TCM er, at de har få leverandører udenfor EU samtidig med at virksomheden sælger deres produkter i EU, og derfor ikke vil være direkte eksponeret overfor disse toldændringer.

Økonomisk

Renterne begyndte at stige i juli 2022, hvilket afspejler sig i resultatet for TCM, hvilket er illustreret i nedenstående figur 2.



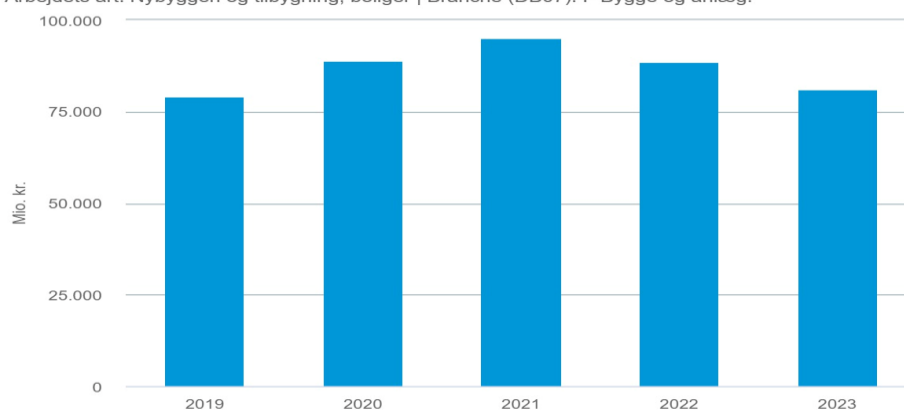
Figur 2: Rente/resultat sammenhæng – Egen tilvirkning

I figuren kan man se, at idet renterne stiger, falder resultat for TCM. Nedenunder kigges der nærmere ind i, hvordan de økonomiske forhold påvirker henholdsvis B2B segmentet og B2C segmentet.

B2B:

Omsætning i byggeri og anlæg

Arbejdets art: Nybyggeri og tilbygning, boliger | Branche (DB07): F Bygge og anlæg:



Figur 3: Omsætning i byggeri og anlæg – (Danmarks Statistik, 2025)

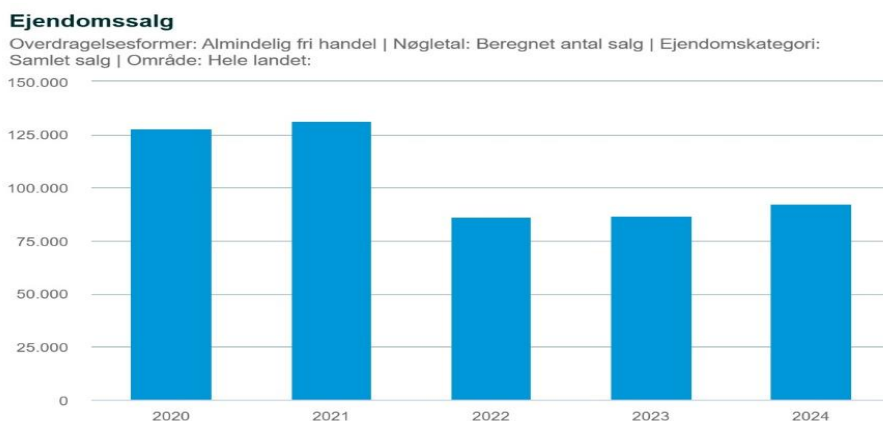
Når der bliver bygget færre boliger end i de tidligere år, gør dette en forskel på køkkenbranchen, da de dermed sælger færre køkken-, badeværelses- og garderobermøbler end tidligere. Økonomien har derfor en stor indvirkning på køkkenproducenterne. En af grundene til faldet i byggerierne, er at det koster mere at bygge i forhold til materialer samt at få finansieret investeringen i forhold til tidligere år.

B2B segmenter afgiver større ordre end de private forbrugere, så når byggeriet falder har dette en stor påvirkning på køkkenbranchen.

B2C:

I køkkenproducentbranchen er efterspørgslen meget påvirket af samfundsøkonomien og renteniveauet. Når renten er høj, falder efterspørgslen af nye køkkener, da det er dyrere at låne til

investeringen, samtidig med at hussalgene falder. Hushandler er et af de typiske tidspunkter for at udskifte køkkenet mm. (Ørkild, 2024) I Danmark har boligejere mulighed for at vælge fast rente i helt op til 30 år, samt fastsætte en variabel rente i 1-10 år ad gangen. Dette betyder, at købekraften hos hele forbrugerskaren ikke falder samtidig, trods stigende renter. Men det betyder, at nye investeringer bliver dyrere at få finansieret. Stigende renter medfører højere nettorentebetalinger.



Figur 4: Ejendomssalg – (Danmarks Statistik, 2025)

Som beskrevet ovenfor er det typiske tidspunkt, hvor køkkenerne bliver udskiftet i Danmark ved en ejendomshandel. Ejendomshandlerne falder i antal fra år 2021 til år 2023, og i år 2024 er niveauet fortsat væsentlig under niveauet i årene 2020 og 2021. Dette har betydning for køkkenbranchen, da de alt andet lige sælger færre køkkener end tidligere. I TCM's første halvår af 2023 havde de et fald i omsætningen på 11,3%, hvilket koncernen oplyser skyldes primært mindre salg til B2C markedet, dette kan forklares ved færre ejendomssalg i årene 2022-2023 da der typisk går lidt tid efter handlen til at køkkenet bliver udskiftet. Første halvår 2023 er uden AUBO, og giver derfor et retvisende billede for udviklingen i omsætningen.

Branchen er i øvrigt meget følsom overfor prisstigninger, hvor der de seneste år har været stigninger i råvarepriser og fragtpriiser, hvilket har været med til, at branchen har haft det hårdt. (Pank, 2025)

I starten af 00'erne startede drøftelserne om en garantiordning for køkkenbranchen, som ville dække konkurser overfor slutforbrugerne, men denne garanti er aldrig blevet etableret. (Rasmussen, 2024) Når garantien ikke er blevet etableret, så kan dette gøre forbrugerne usikre i forhold til at købe et køkken, og i sidste ende have indvirkning på køkkensalget i år, hvor køkkenfirmaerne er presset økonomisk.

Socialt/ Kulturelt

Når forbrugerne vælger køkkenener, er design tendenser en stor faktor, som spiller ind på hvilket køkken forbrugerne vælger. I år 2024 var en stor tendens at køkkener skulle være lavet i naturmaterialer og egetræs køkkener var meget populære. (Rimmer, 2024)

Derudover er køkkenet blevet samlingspunktet i de danske hjem, og dermed sætter forbrugerne højere krav til køkkenet. (Aubo, 2025)

Forbrugerne ønsker nye designs, når trends ændrer sig, hvilket skaber muligheder for køkkenproducentbranchen, da de har mulighed for at være innovative og skabe nye designs og evt. nye behov, som slutforbrugerne ønsker. Samtidig skaber dette en trussel for at producere køkkener, der ikke imødekommer de krav, som samfundet ønsker, eller at køkkenproducenterne ender med at have et stort lager af køkkener, der ikke kan sælges.

Teknisk

Under Corona pandemien havde køkkenproducenterne travlt, da danskerne brugte deres penge på at forbedre deres hjem, heri blandet deres køkken. I denne proces, begyndte firmaerne at have fokus på at optimere deres processer og begyndte en teknologisk udvikling.

De forskellige producenter skriver i deres regnskaber, at de i fremtiden vil investere og udvikle deres automatiserede processer i deres produktion. Dette kan være en mulighed for virksomhederne for at reducere deres omkostninger. (TCM Group A/S, 2023)

Derudover begynder forbrugerne at efterspørge digitale løsninger, så de kan visualisere deres drømme og være mere effektiv i deres søgning efter det rigtige køkken. (Pank, 2025)

Miljø

Køkkenet er den største klimasynder i de materialer, der bliver brugt, derudover skifter danskerne i gennemsnit deres køkkener hvert 11 år, hvorimod køkkenerne i gennemsnittet kan holde i 30 år. (Seymour, 2022)

Danskerne begynder at gå mere op i genbrug og miljø. Det nyeste indenfor køkkener er i stedet for at skifte hele køkkenet at upcycle dele. Det kan blandt andet være at skifte låger i stedet for at skifte det hele ud med nyt (Seymour, 2022).

Hvis danskerne begynder at beholde deres køkkener i længere tid, betyder det at der bliver solgt mindre af nye køkkener og derfor vil dette være en trussel for køkkenproducenterne.

På B2B markedet går forbrugerne mere op i miljø, når de køber køkkener, da køkkener med lav miljøpåvirkning medfører, at de kan opnå bedre miljømærker på ny byggede projekter. Miljørigtige køkkener belaster i mindre grad, end normale køkkener i virksomhedernes ESG-regnskaber. B2B markedet har derfor større efterspørgsel på miljørigtige køkkener (Pank, 2025).

B2C markedet vælger forbrugerne fortsat ud fra design, funktion og pris, fremfor miljø. Morten Pank, som er medejer af Svane Køkkenet Midtjylland A/S, ser dog en stigende tendens i at forbrugerne under 30 år stiller højere miljøkrav end dem over 30år (Pank, 2025).

Lovgivning

Alle der producerer skal overholde lovgivningen i forhold til produktsikkerhed (Sikkerhedsstyrelsen, u.d.).

Det er vigtigt at branchen hele tiden holder sig opdateret på ny lovgivning, som kan påvirke deres branche, hvilket kan være miljøstandarder samt bygningsreglementet.

Hvis der bliver ændret i lovgivningen, kan det blive en trussel for branchen, da det kan være dyrt at implementere ny lovgivning i ens organisation.

Sammenfatning af PESTEL-analysen

I forhold til de ovenstående seks parameter, er det tydeligt at TCM skal fokusere på at være innovative indenfor deres design, så de har designs, som passer til det danskerne ønsker.

Virksomheden skal have fokus på at nedbringe deres omkostninger igennem effektiviseringer og brug af teknologiske udviklinger. Når salget er konjunkturfølsomt, skal ledelsen være god til at tilpasse organisationen til konjunkturerne.

TCM ser de ind i et marked, som kan være svært at aflæse i forhold til miljø. Begynder danskerne at beholde deres køkkener i længere tid, så kan dette blive en trussel for branchen. Derudover kan holdningerne til indretning og trends indenfor boligindretning være en mulighed for virksomheden, hvis danskerne fortsat skifter deres køkkener, inden de er slidte.

De økonomiske forhold har en stor indvirkning på køkkenmarkedet, når renterne stiger, har dette en negativ påvirkning på salg af køkkener. Det er vigtigt, at man kan tilpasse sig efterspørgslen, når denne bliver påvirket af udefrakommende faktorer.

3.3.3 Sammenfatning af eksterne analyser

Køkkenbranchen er konjunkturfølsom, og læner sig op ad aktiviteten og prisudviklingen på boligmarkedet. Køkkenbranchen henvender sig til boligejere, når B2C benet i branchen betragtes. Stiger renten påvirkes købekraften hos forbrugerne i en negativ retning.

Udover at stigende renter påvirker private forbrugere, så påvirker det ligeledes virksomhedernes nettorentebetalinger. (Danmarks Nationalbank, 2025)

Konkurrencen på køkkenmarkedet er hård, dette skyldes at forbrugerne er oplyste, og at der er gennemsigtighed på markedet.

3.4 Intern analyse

I det næste afsnit belyses og analyseres TCM's interne forhold, som har betydning for virksomhedens strategiske arbejde og strategi.

Virksomheden er en produktionsvirksomhed, og for at belyse de stærke og svage sider i virksomheden, anvendes Porters værdikæde. Denne model giver et godt indblik i virksomhedens primære aktiviteter og støtteaktiviteter.

3.4.1 Porters værdikæde

I dette afsnit vil TCM's værdikæde blive analyseret, med baggrund i virksomhedens strategi. I afsnittet vil der blive gennemgået de forskellige processer for TCM's værdikæde.

Virksomhedens støtteaktiviteter

Virksomhedens infrastruktur

En vigtig støttefunktion i værdikæden er produktionslokalerne som er beliggende i Tvis og Aulum, hvor der i alt er fire produktionsfaciliteter.

De er i fysiske butikker igennem deres brands Svane Køkkenet, Tvis Køkken, AUBO og Net-toline. Disse brands bliver primært solgt i franchisebutikker. De enkle butikker køber køkkenerne til en reduceret pris, og hvis de har et større projekt, kan de kontakte TCM, som kan give en særpris til større projekter (Pank, 2025).

I 2021 købte TCM 45% af Celebert ApS, som er stærke på online salg. Opkøbet har været med til at udnytte et vækstpotentiale indenfor gør-det-selv, da mange er begyndt at handle online efter Corona (Andersen, 2021). I løbet af 2025 forventes det at de resterende 55% opkøbes, og TCM hermed får fuldt ejerskab over virksomheden. (TCM Group A/S, 2024, p. 6)

Dette skal være med til, at de opnår deres strategi med at vækste med to cifrede vækstrater. I køkkenbranchen er der sket en stor udvikling. Alle kunderne er i dag oplyst, inden de tager ud for at kigge på køkkener. Det er derfor vigtigt at have en god tilstedeværelse online (Pank, 2025).

De menneskelige ressourcer

TCM havde ved udgangen af 2024 481 ansatte. TCM vil gerne have, at deres ansatte har de nødvendige kompetencer til at varetage deres jobs. Den måde virksomheden sørger for, at de har de nødvendige menneskelige ressourcer, er ved at deres ansatte har individuelle læringsforløb. TCM står for at uddanne hele vejen igennem deres værdikæde, både produktionsmedarbejderne og salgsmedarbejderne ude i butikkerne. De har udviklet deres egen uddannelsesplatform (TCM Group A/S, 2024, p. 32).

Produkt og teknologiudviklingen

Et vigtigt element i virksomhedens værdikæde er at udvikle produkter og gøre deres platforme bedre.

Virksomheden består af fem forskellige brands, hvor alle brands er med samme produkttype. Produktudvikling er derfor vigtigt for, at de forskellige brands kan differentiere sig fra hinanden (TCM Group A/S, 2024, p. 5). Hvis produkterne er for ens, kan det ende med at de forskellige brands under TCM er i konkurrence omkring den enkle kunde (Pank, 2025). I TCM har man interne designere, hvilket er en vigtig menneskelig ressource, da disse er med til, at de forholdsvis hurtigt kan udvikle et nyt design (TCM Group A/S, 2024, p. 9).

TCM vil gerne vækste, og for at lykkes med dette bliver der investeret i teknologiske løsninger samt i at forbedre de eksisterende løsninger (TCM Group A/S, 2024, p. 12). Teknologiudviklingen vil være med til at optimere processerne, og skal støtte strategien omkring vækst.

Indkøbs- og forsyningsfunktioner

For at producere køkkener er der behov for råmaterialer. Det er vigtigt at TCM kan skaffe de nødvendige materialer til produktionen, da dette ellers kan medføre lange leveringstider på køkkenerne.

TCM's leverandører er primært lokaliseret i Europa. 92% af alle materialer brugt i produktionen i år 2022 kom fra Europa, hvoraf 54% var fra Danmark eller nabolandene Sverige og Tyskland. (TCM Group A/S, 2023)

For ikke at blive for sårbare er virksomheden opmærksomme på, at der altid skal være minimum to forskellige leverandører, som de samarbejder med på hver enkelt råvare.

Virksomheden har tidligere oplevet en situation, hvor de manglede egetræ og størstedelen af egetræet kom fra Rusland. Pga. krigen mellem Rusland og Ukraine gjorde dette at de ikke kunne få leveret denne råvare. Problemet blev løst ved at bruge en anden træsort (Pank, 2025).

Virksomhedens primære aktiviteter

Indgående logistik

Her køber virksomheden råvarematerialer til at producere deres produkter. TCM står selv for største delen af deres produktion. Hvad angår de delelementer, som TCM ikke selv producerer, er virksomheden afhængig af deres underleverandør.

De råvarer de får leveret til brug i produktionen, er bl.a. MDF, træ og stål.

Fremstillingsprocessen

Fremstillingsprocessen er kerneaktiviteten i TCM. Processen afhænger af hvilket af de fem brands, som der bliver bestilt fra.

Når der kommer bestillinger fra Svane Køkkenet, Tvis Køkken og AUBO bliver køkkenet først sat i produktion, når slutforbrugeren har afgivet sin ordre. Grunden til at køkkenet først bliver sat i produktion ved ordreafgivelse, skyldes at køkkenerne kan tilpasses og skræddersyes efter slutforbrugernes ønsker (TCM Group A/S, 2024, p. 10).

De øvrige brands Nettoline og Celebert ApS/Private label er lagervarer, hvor produkterne ikke tilpasses individuelt. Når det er lagervare, betyder det også at leveringstiden er kort (TCM Group A/S, 2024, p. 10).

De brands som kan skræddersy deres produkter ud fra kundernes ønske, kan godt have problemer med leveringstiden på deres køkkener, da de mange individuelle muligheder, kan gøre det svært for fabrikken i Tvis og Aulum, at levere disse køkkener hurtigt (Pank, 2025).

Hvis der er nedgangstider i forhold til køkkenordre eller virksomheden forudser, at der i fremtiden kommer nedgangsperiode, så tilpasser ledelsen medarbejder antallet (Jeppesen, 2022). I 2022 fyrede TCM 24 medarbejdere, da virksomheden vurderede at niveauet af køkkenordre ville falde.

Køkkenerne bliver fremstillet på maskiner ved hjælp af mennesker. De elementer af køkkenet som TCM selv producerer er fronter, bordplader, moduler og opbevaringsløsninger (TCM Group A/S, 2024, p. 14). Når TCM selv producerer disse elementer, gør det også, at de kan tilbyde mange forskellige løsninger/designs, og hurtigt kan sætte en idé i produktion.

Udgående logistik

TCM bruger lokale fragtmænd til at fragte produkterne fra fabrikkerne ud til slutforbrugerne.

Ved afholdt interview blev det oplyst, at der er et lagerstyringsprogram, hvor butikkerne kan holde styr på de afgivne ordrer, derudover bliver dette system opdateret og forbedret løbende (Pank, 2025).

Marketing og salg

Det er TCM, som har til opgave at udvikle de forskellige brands, derudover er det TCM, som står for den overordnede markedsføring af de forskellige brands (Pank, 2025). Selve markedsføring i de enkle områder ved fx sponsorater står den enkle butik selv for. Butikkerne er primært franchisebutikker, og dermed står TCM ikke selv for salget af deres produkter. Koncernen er med til at uddanne sælgerne ude i butikkerne for at sikre salget.

Strategien er følgende for salget i fremtiden alt efter hvilket brand:

Svane Køkkenet: Der skal vækstes på B2B markedet og på B2C markedet. Da ejendomsprojekterne begyndte at gå i stå, ville man fokusere på B2C markedet, da væksten på B2B markedet er en lang proces.

Tvis Køkken: De har været igennem en rebranding. Denne er lykket i år 2024, hvor der var tocifrede vækst. Planen for fremtiden er, at der kun få steder i Danmark ønskes åbning af butikker. Planen er, at brandet skal blive anerkendt og væksten dermed vil komme.

AUBO: Der skal opstå vækst ved, at der skal sælges mere igennem nuværende butikker. Derudover er AUBO i Norge, hvor de vil udvide salget til B2B og B2C, hvorfor der bl.a. blev åbnet fire nye butikker i år 2024.

Nettoline: Der er plads til flere butikker, og derfor er planen, at der skal åbnes flere butikker i Danmark. Dette vil være med til at brandet bliver anerkendt i landet og skabe mere salg. Derudover samarbejder dette brand med kunder, som gerne vil have deres mærke på løsningerne fra Nettoline.

Celebert ApS: Her er planen at fortsætte salget, og at dette skal vækste. Opkøbet af de sidste 55% forventes at ville bidrage positivt til vækst i fremtiden.

3.5 Sammenfatning af interne analyser

I løbet af værdikæde analysen samt BMC-modellen står det klart, at virksomheden består af en omstillingsparat ledelse, som er klar til at justere i arbejdsstyrken alt efter hvordan de tror, at det kommer til at gå i fremtiden.

Derudover har de en plan for den fremtidige strategi, som er at de skal vækste ved bl.a. mulige opkøb, hvis der er en forretning, som passer ind i forretningsplanen for virksomheden.

En af virksomhedens styrker er at de har to underleverandører til hver komponent.

Ved de brands hvor produkterne først bliver sat i produktion ved bestilling, kan det være en svaghed, at der er så mange valgmuligheder, da dette gør, at der kan være en lang leveringstid hos TCM.

3.6 Samlet analyse af eksterne og interne forhold

Igennem de strategiske analyser, står det klart at virksomheden har styrker, svagheder, trusler og muligheder. Der er udarbejdet en SWOT-model for at give et bedre overblik. Modellen er med til at give overblik over de væsentlige punkter, som er analyseret i de strategiske analyser.

3.6.1 SWOT-analyse

Stærke sider	Svagheder
- Opstillingsparat ledelse - Egne fabrikker - Leverandører primært fra EU - Eget design team - Mange forskellige brands - Intern uddannelse	- Stort produktsortiment - Brands er de for ens? - Afhængig af et land selvom de er i 5 lande.
Muligheder	Trusler
- Bæredygtig omstilling - Konjunktoren - Trends indenfor designs	- Bæredygtig omstilling - Hård konkurrence på markedet - Konjunktur følsom branche

Figur 5: SWOT – Egen tilvirkning

3.6.2 Virksomhedens strategiudvikling

I det kommende afsnit vil det blive beskrevet, hvilke vækststrategier TCM benytter for at opnå deres mål i deres strategi.

3.6.2.1 Ansoffs vækstmatrix

De udvikler løbende nye produkter, men dette vurderes ikke at være for at vækste, men for at følge med de trends som er på markedet.

TCM's strategi går ud på, at de vil vækste med tocifrede vækstrater. Dette vil de gøre ved at komme på nye markeder samtidig med, at de vil øge deres markedsandele på eksisterende markeder.

Derfor gør de brug af markedspenetration og markedsudvikling. Derudover har virksomheden også nævnt, at de ikke vil afvise at opkøbe andre virksomheder, hvis disse passer med deres forretningsmodel, derfor vil de gøre brug af horisontal integration, da de vil opkøbe deres konkurrenter.

3.6.2.2 Porters generiske strategier

For at finde ud af hvilken vækststrategi TCM benytter sig af, skal der tages stilling til disse ting:

- Er virksomheden/brandet på hele markedet eller en mindre del af markedet?
- Er der fokus på lave omkostninger eller er der fokus på unikke produkter?

I TCM er der forskellige konkurrencestrategier alt efter brandet.

Nettoline bliver brandet som den budgetvenlige mulighed, som appellerer til hele markedet, derfor skal denne være kategoriseret, som at de følger vækststrategien: omkostningsleder, da der er fokus på pris og hele markedet. Det samme gælder for Celebert ApS.

For brands som Svane og Tvis køkkener er det en differentiering. Dette skyldes at disse brands tilbydes til hele markedet, men her er fokuset ikke prisen på køkkenerne, men strategien ved disse brands er, at man kan tilpasse produkterne ud fra ens ønsker.

Kapitel 4 – Regnskabsanalyse

Der er i det tidligere kapitel udarbejdet en strategisk analyse, som har dykket ned i de interne og eksterne forhold. Den strategiske analyse har ikke haft til formål at belyse de finansielle værdier i TCM. I dette kapitel analyseres regnskabet med henblik på at belyse den finansielle udvikling over en 5-årig periode med start i regnskabsåret 2020 til og med seneste regnskabsår 2024.

Nøgletallene i regnskabsanalysen indeholder ofte to opgjorte tal; en justeret beregning og en ikke justeret beregning. Ved det justerede nøgletal, skal det forstås at engangsudgifter og

indtægter er fratrullet. Engangsudgifter kan fx være omstrukturingsomkostninger og udviklingsomkostninger, som virksomheden bl.a. har haft i større grad ifm. opkøb. Det justerede resultat viser derfor et mere reelt billede af selve driften af den primære forretning.

Nøgletallene som er brugt i denne analyse er ”Key Figures and Ratios” fra 2024 regnskabet, grunden til dette skyldes at tallene fra de tidligere regnskabsår er justeret.

4.1 Resultatopgørelse til analyseformålet

Nedenstående figur 6: Modificeret resultatopgørelse er udarbejdet med baggrund i resultatopgørelsen i bilag 1. For en bedre forståelse af driftsresultatet indeholder figur 6 mellemtotaler, beregning af vareforbrug og omkostninger i forhold til omsætningen samt fordelingen mellem det justerede og det almindelige nøgletal. Som tidligere nævnt, skal det justerede nøgletal forstås som resultatet fratrullet engangsomkostninger og indtægter.

Resultatopgørelse til analyseformål

Tusind kr.	2024	2023	2022	2021	2020
Omsætning	1.203.783	1.111.346	1.146.052	1.108.274	1.024.588
Vareforbrug (Cost of goods sold)	948.377	893.015	915.403	853.673	751.769
COGS i % af omsætning	78,8%	80,4%	79,9%	77,0%	73,4%
Personale og andre eksterne omkostninger	129.511	140.964	115.785	99.236	116.761
Heraf engangsomkostninger	-	7.904	6.478	-691	5.000
Personale og andre eksterne omkostninger i % af omsætning	10,8%	12,7%	10,1%	9,0%	11,4%
Justeret personale og andre eksterne omkostninger i % af omsætning	10,8%	12,0%	9,5%	9,0%	10,9%
Justeret EBITDA	125.895	85.271	121.342	154.674	161.058
Resultat før afskrivninger (EBITDA)	125.895	77.367	114.864	155.365	156.058
Afskrivninger og amortisering	35.587	31.572	17.951	16.918	21.341
Tilbageførte afskrivninger og amortisering ifm. engangsomkostninger	-	-1.911	-	-	-
Justeret EBIT	90.308	55.610	103.391	137.756	139.717
Resultat før finansielle poster (EBIT)	90.308	45.795	96.913	138.447	134.717
Finansielle poster	26.598	20.897	8.775	3.263	3.997
Resultatandele i associerede virksomheder	-5.733	-2.194	-1.263	-554	-
Resultat før skat (EBT)	69.443	27.092	89.401	135.738	130.720
Skat	11.768	5.570	18.909	25.029	28.477
Resultat efter skat (EAT)	57.675	21.522	70.492	110.709	102.243

Figur 6: Modificeret resultatopgørelse – Egen tilvirkning

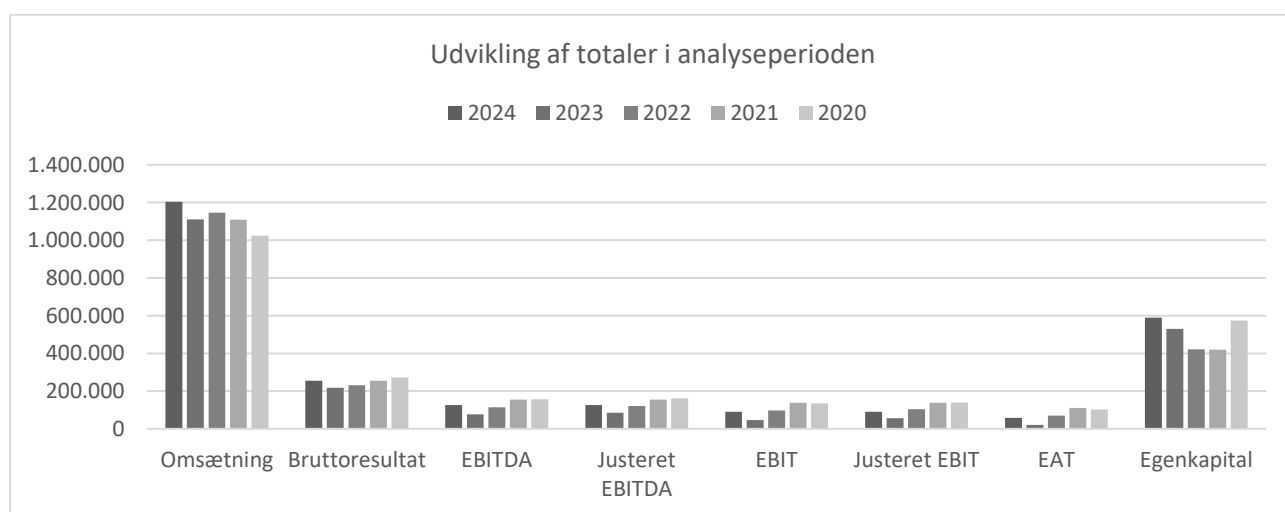
TCM har over de seneste 5 år leveret svingende resultater. Virksomheden oplevede stor aktivitet i perioden 2020-2021, hvor et historisk lavt renteniveau (Danmarks Nationalbank, 2025) var medvirkende til stor forbrugsløst, hvilket køkkenvirksomhederne nød godt af. Samtidig med det lave renteniveau, blev verdenen ramt af Covid19, hvilket medførte til dels lukkede grænser og ændrede adfærds- og forbrugsmønstre (Bang, 2020). Den manglende mulighed for

at rejse medførte at der blev brugt mere tid i hjemmet, og boligforbedringer kom i fokus. (Askjær, 2020) Samtidig blev der handlet ejendomme og sommerhuse som aldrig før, hvilket har en positiv afsmittende effekt på salg af køkken og bad. Den lave rente og de mange timer i hjemme, afspejlede sig positivt i resultaterne i 2020 og 2021. TCM var i de gyldne år stærkt presset på kapaciteten, da langt størstedelen af køkkenerne, der ruller ud af TCM's fabrikker i Tvis og Aulum bliver produceret på bestilling og er ikke "stangvarer", som Torben Paulin beskriver det. (Askjær, 2020) Produktionen kørte i denne periode i døgndrift i Tvis og Aulum, hvilket skubber til tankerne om at inddrage køkkenproduktionsvirksomheden et par 100 meter længere nede ad gaden for TCM's produktion i Aulum.

I juli 2022 fandt den første rentestigning fra nationalbanken sted i næsten 10 år (Danmarks Nationalbank, 2025). Det blev den første af fire rentestigninger, hvilket var med til at reducere resultatet i regnskabsåret 2022. I øvrigt udbrød der krig i Europa i februar 2022, da Rusland invaderede nabolandet Ukraine.

Krigen mellem Rusland og Ukraine har medført en række sanktioner fra EU, hvor der bl.a. er pålagt restriktioner for handel med Rusland. Disse restriktioner har været medpåvirkende til den energikrise, som ramte Europa i 2022. Krisen er forårsaget dels af mindre forsyninger af russisk gas til europæiske lande, dels af højere priser på de fleste former for energi. (Rüdiger, 2024) De højere energipriser påvirker produktionsomkostningerne.

Herudover har analyseperioden været ramt af udsving i priserne på deres råvarer, hvilket har været støtstigende fra 2020 til 2023. I 2024 ses igen et fald i COGS % af omsætningen. 2023 blev et udførende år med seks rentestigninger, hvilket bremsede omsætningen. I andet kvartal 2023 faldt omsætningen med 18,7% sammenlignet med samme kvartal året før. (TCM Group A/S, 2023).



Figur 7: Udvikling af totaler i analyseperioden – Egen tilvirkning

4.2 Managerial Balance Sheet

Managerial Balance Sheet er en reformulering af virksomhedens balance se bilag 2 for analyseperioden, da denne bruges til analysen samt værdiansættelsen.

Ved fastsættelsen af det Managerial Balance Sheet vurderes balanceposterne ud fra om forpligtelserne anses for at være rentebærende eller ikke rentebærende ud fra de oplysninger, der fremgår i årsrapporten. Vurderes forpligtelsen, at være ikke rentebærende, er denne en del af WCR, som også kaldes arbejdskapitalen. Arbejdskapitalen beregnes ved at trække ikke rentebærende gæld fra debitorer og lagre.

Gæld til associerede virksomheder er nedenfor medregnet i den kortfristede rentebærende gæld, men der gøres opmærksom på, at en del af gælden til associerede virksomheder også kan vedrøre den daglige drift, som fx interne handler, og derfor burde være en del af beregningen af arbejdskapitalen, men da det ikke er oplyst, hvordan gælden til associerede virksomheder er fordelt, er der truffet et valg om at denne indgår i kortfristet rentebærende gæld.

Arbejdskapitalen, som både kan være positiv og negativ, er udtryk for nettopengebindingen i virksomhedens regnskabsår. I næste afsnit gennemgås mulige årsager til udsvingene i arbejdskapitalen.

Managerial Balance Sheet

Tusind kr.	2024	2023	2022	2021	2020
Likvider	29.099	13.285	4.392	11.884	137.640
WCR	-15.869	-16.982	-51.850	84.599	32.550
Anlægsaktiver	928.063	909.957	735.502	692.339	676.706
Hensættelser	-993	1.824	22.122	8.666	-34.944
Invested capital	940.300	908.084	710.167	797.489	811.951
Kortfristet rentebærende gæld	35.286	109.709	215.182	333.652	148.994
Langfristet rentebærende gæld	315.530	268.722	74.356	44.146	88.584
Egenkapital	589.484	529.653	420.629	419.691	574.373
Capital employed	940.300	908.084	710.167	797.489	811.951

Figur 8: Managerial Balance Sheet – Egen tilvirkning

4.3 Nøgletalsanalyse

Med baggrund i de seneste 5 regnskabsår svarende til perioden år 2020 til og med år 2024, udarbejdes regnskabsanalysens nøgletal ud fra metoden jævnfør modellen udarbejdet af Hawawini og Viallet, som fremgår af bilag 3. Modellen viser driverne for de forskellige nøgletal og hvordan de påvirker hinanden. Det overordnede nøgletal er ROE, som giver udtryk for egenkapitalens forrentning, og beregnes ved nedenstående formel.

$$ROE = \text{Return on invested capital} \cdot \text{Financial leverage multiplier} \cdot \text{Tax effect}$$

ROE giver udtryk for virksomhedens evne til at skabe afkast til aktionærerne, hvilket i perioden har været meget svingende.

Ved at dykke ned i de underliggende drivere for ROE, viser det, at det ikke er et nøgletal alene, som skaber udsvingene, men at alle nøgletal i analyseperioden er svingende, hvorfor det vurderes væsentlig at kommentere på de underliggende nøgletal.

Nøgletalsanalyse

Baseret på gennemsnitlige balancetal	2024	2023	2022	2021
Egenkapitalens forrentning (ROE)	10,3%	4,5%	16,8%	22,3%
Afkastningsgrad (ROIC)	9,8%	5,7%	12,9%	17,2%
Justeret afkastningsgrad (Adjusted ROIC)	9,8%	6,9%	13,7%	17,1%
Overskudsgrad (EBIT%)	7,5%	4,1%	8,5%	12,5%
Justeret overskudsgrad (Adjusted EBIT%)	7,5%	5,0%	9,0%	12,4%
Capital turnover	1,30	1,37	1,52	1,38
Financial cost ratio	0,77	0,59	0,92	0,98
Adjusted financial cost ratio	0,77	0,49	0,86	0,99
Financial structure ratio	1,65	1,70	1,79	1,62
Financial leverage multiplier	1,27	1,01	1,66	1,59
Adjusted financial leverage multiplier	1,27	0,83	1,55	1,60
Tax effect ratio	0,83	0,79	0,79	0,82

Figur 9: Nøgletalsanalyse – Egen tilvirkning

4.3.1 Return on Invested Capital (ROIC)

ROIC, også kaldt afkastningsgraden, udtrykker virksomhedens evne til at skabe overskud af den investerede kapital.

I analyseperioden har virksomheden haft større udsving i afkastningsgraden, som i perioden fra år 2021-2023 har været faldende, hvilket har påvirket virksomheden negativt. I år 2024 ses

igen en stigning til 9,8%, hvilket vurderes tilfredsstillende, men det er fortsat et stykke fra det bedste år i analyseperioden i år 2021, hvor afkastningsgraden lå på 17,2%.

	2024	2023	2022	2021
Afkastningsgrad (ROIC)	9,8%	5,7%	12,9%	17,2%
Justeret afkastningsgrad (Adjusted ROIC)	9,8%	6,9%	13,7%	17,1%

Figur 10: Afkastningsgrad – Egen tilvirkning

Afkastningsgraden påvirkes af overskudsgraden og capital turnover, som belyses i den efterfølgende afsnit.

4.3.2 Operating Profit Margin

Operating profit margin er forholdet mellem EBIT og omsætningen, også kaldt overskudsgraden. Overskudsgraden er virksomhedens evne til at skabe overskud af nettoomsætningen fratrasket vareforbrug og driftsomkostninger. Nøgletallet tager ikke højde for finansielle poster eller skat. Overskudsgraden har været faldende fra år 2021 til 2023. I 2024 steg overskudsgraden igen til 7,5% mod 4,1% året før, hvilket vurderes tilfredsstillende, men dog stadig et stykke fra periodens højeste i år 2021, hvor overskudsgraden lå på 12,5%. Trods voksende omsætning set fra periodens start til slut, har virksomheden ikke formået at fastholde deres omkostningsfordeling. Dette kan skyldes nogle strategiske opkøb, hvor organisationen ikke er blevet tilpasset hurtigt nok til at kunne genere en større overskudsgrad ved udnyttelsen af synergierne. Udviklingen fra år 2023 til 2024 viser, at virksomheden nu er under positiv udvikling.

	2024	2023	2022	2021
Overskudsgrad (EBIT%)	7,5%	4,1%	8,5%	12,5%
Justeret overskudsgrad (Adjusted EBIT%)	7,5%	5,0%	9,0%	12,4%

Figur 11: Overskudsgrad – Egen tilvirkning

4.3.3 Capital Turnover

Capital turnover er forholdet mellem omsætningen og den investerede kapital.

	2024	2023	2022	2021
Capital turnover	1,30	1,37	1,52	1,38

Figur 11: Capital turnover – Egen tilvirkning

Capital turnover steg fra år 2021 til 2022, hvilket skyldes en blanding af en højere nettoomsætning samt en lavere investeret kapital, hvilket primært er drevet af ændringen i WCR i 2022, hvor leverandørgælden stiger væsentlig, hvilket ses i nedenstående figur 12 af

arbejdskapitalen. Det vurderes at TCM forbedrede deres betalingsvilkår hos deres leverandører, hvilket også ses på udviklingen i kreditors betalingshastighed, som går fra 1,23 dage til 60,37 dage fra år 2021 til 2022. I samme forbindelse ses det at den kortfristede rentebærende gæld falder, hvilket vurderes primært at skyldes de forbedrede betalingsvilkår hos leverandører.

Capital turnover blev i 2023 reduceret til niveau med 2021, hvilket til gengæld vurderes at skyldes virksomhedens investering i AUBO, som udvidede deres investerede kapital samtidig med at omsætningen ikke steg. I år 2024 er omsætning fortsat ikke steget tilsvarende den forhøjede investerede kapital efter investeringen i AUBO i år 2023, og da nøgletallene er beregnet på baggrund af gennemsnitlige balancetal, kommer den sidste effekt af den udvidede investerede kapital til syne i år 2024.

Arbejdskapital

Tusind kr.	2024	2023	2022	2021	2020
Varebeholdning	89.147	92.537	80.702	77.764	48.256
Tilgodehavende fra salg	57.914	80.585	40.984	28.235	24.395
Andre tilgodehavender	35.009	33.472	30.200	31.505	23.742
Periodeafgrænsningsposter	1.676	1.180	2.932	3.235	438
Aktiver i alt	183.746	207.774	154.817	140.739	96.830
Periodeafgrænsningsposter	293	584	-	-	9.038
Leverandørgæld	122.285	144.710	151.892	2.985	-
Anden gæld	77.037	79.462	54.775	53.155	55.242
WCR	-15.869	-16.982	-51.850	84.599	32.550
Passiver i alt	183.746	207.774	154.817	140.739	96.830

Figur 12: Arbejdskapital – Egen tilvirkning

De seneste tre regnskabsår har virksomheden haft en negativ arbejdskapital, hvilket vurderes at være positivt for virksomheden og et udtryk for effektiv drift, hvor betalingen ved salg modtaget korttid efter ordren er landet, samtidig med at TCM har længere betalingsfrister hos deres leverandør. Samtidig bliver størstedelen af virksomhedens produkter først produceret ved ordre modtagelsen.

4.3.4 Financial Leverage Multiplier

Financial Leverage Multiplier beregnes ved *Financial structure ratio* · *Financial cost ratio*.

	2024	2023	2022	2021
Financial leverage multiplier	1,27	1,01	1,66	1,59
Adjusted financial leverage multiplier	1,27	0,83	1,55	1,60

Figur 13: Financial leverage multiplier – Egen tilvirkning

Den finansielle gearing er højest i år 2021-2022, hvorefter til falder fra 1,66 til 1,01 i 2023 svarende til et fald på 39%. Fra år 2023 til 2024 stiger den finansielle gearing med 26%.

Der har været engangsposter særligt i perioden år 2023 og 2022, som bl.a. kan henføres til købet af AUBO, hvilket i de justerede nøgletal er fratrasket, for at vise driftens nøgletal renset for engangsposterne. Engangsposterne ligger i beregningen af financial cost ratio.

En højere eller lavere finansiell gearing påvirker ROE på to måder, hvilket bliver diskuteret i nedenstående afsnit.

4.3.5 Financial Structure Ratio

Financial structure ratio giver udtryk for virksomhedens finansielle gearing, altså hvor stor en del af den investerede kapital, som er finansieret af fremmedkapital. Hvis nøgletallet er 1, vil de betyde at virksomheden er fuld finansieret ved egenkapital.

Udviklingen i financial structure ratio fra år 2022-2024 viser at egenkapitalen stiger forholdsvis mere end virksomhedens investerede kapital, og dermed er virksomheden i perioden i højere grad finansieret af egenkapital. Virksomheden udstedte bl.a. flere aktier i forbindelse købet af AUBO.

Et fald i financial structure ratio vil alt andet lige reducere ROE, men man kan ikke alene ud fra dette nøgletal vurdere om udviklingen er positiv eller negativ for virksomheden, da en større finansiering af egenkapitalen bør påvirke EAT positivt med forholdsvis lave renteudgifter, og dermed påvirker financial cost ratio.

	2024	2023	2022	2021
Financial structure ratio	1,65	1,70	1,79	1,62

Figur 14: Financial structure ratio – Egen tilvirkning

4.3.6 Financial Cost Ratio

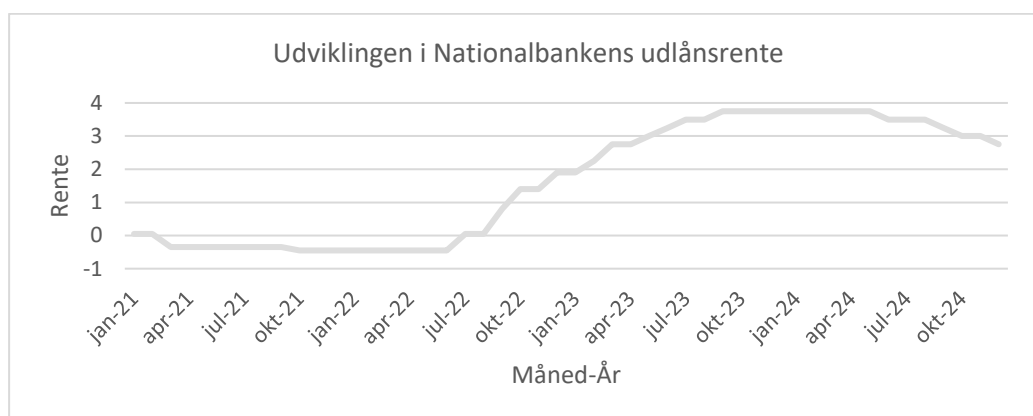
Financial cost ratio giver udtryk for indtjeningen efter renter og før skat i forhold til indtjeningen før renter og skat. Forudsat at virksomheden ikke havde renteudgifter, ville financial cost ratio være 1.

I analyseperioden ses det, at financial cost ratio har været støt faldende i perioden år 2021-2023. I 2024 steg financial cost ratio for første gang i analyseperioden.

	2024	2023	2022	2021
Financial cost ratio	0,77	0,59	0,92	0,98
Adjusted financial cost ratio	0,77	0,49	0,86	0,99

Figur 15: Financial cost ratio – Egen tilvirkning

En af årsagerne til udviklingen er den generelle udvikling i rentemarkedet for perioden, hvor Nationalbankens udlånsrente starter med at stige i juli 2022, hvilket fortsætter ind i 2023. I juni 2024 ses første gang rentefald igen siden oktober 2021.



Figur 16: Renteudvikling – Egen tilvirkning

I perioden med de højeste udlånsrenter har virksomheden, som analyseret i forrige afsnit 4.3.5 Financial structure ratio reduceret deres forholdsmæssige andel af fremmedkapital af deres investerede kapital og reduceret virksomhedens renteomkostninger. De reducerede renteudgifter har en positiv påvirkning på ROE. Det vurderes, at virksomheden forholder sig til renteniveauet, og arbejder med de mulige værktøjer de har til rådighed for at optimere i forhold til den gældende situation.

4.3.7 Tax Effect Ratio

Tax effect ratio beregnes på baggrund af resultatet før og efter skat. Det er svært at gennemskue, hvad årsagen til den svingende Tax rate er, da virksomheden primære markeder er beliggende i Danmark og Norge, hvor selskabsskatten er i perioden, har ligget fast på 22%. Da der er tale om en koncern kan det underliggende skyldes skatteoptimering ved sambeskatning. Alt andet lige påvirkes ROE positivt af en højere tax effect ratio, som ses i årene 2021 og 2024. Den lavere tax effect ratio i 2023 og 2022 påvirker ROE negativt, da skatte effekten påvirker forrentningen af egenkapitalen. Fra år 2023 til år 2024 stiger tax effect ratio med 5%.

	2024	2023	2022	2021
Tax effect ratio	0,83	0,79	0,79	0,82

Figur 17: Tax effect ratio – Egen tilvirkning

4.3.8 Return on Equity

Ved afrundingen af egenkapitalens forretning (ROE) vurderes en forrentning på 10,3% i år 2024 acceptabel og profitabel. Holder man de 10,3% op mod år 2021, hvor virksomhedens ROE lå på 22,3%, må dette fald isoleret set vurderes utilfredsstillende.

	2024	2023	2022	2021
Egenkapitalens forrentning (ROE)	10,3%	4,5%	16,8%	22,3%

Figur 18: ROE – Egen tilvirkning

Sammenlignes ROE med egenkapitalens afkastkrav beregnet og anslået i til DCF-modellen i kapital 6, beregnes egenkapitalens afkastkrav til 11,03% på baggrund af en risikofri rente på 2%, markedspræmie på 6% og beta på 1,51. Ud fra dette lever 2024 og 2023 ikke op til egenkapitalens afkastkrav, hvilket ROE for år 2022 og 2021 ville have gjort.

4.4 Delkonklusion

Som følge af regnskabsanalysen vurderes det at TCM set fra år 2021 til år 2024 ikke har formået at forbedre de regnskabsmæssige resultater overordnet set. Dykker man til gengæld ned i virksomhedens bør man forholde sig til de tiltag, som virksomheden løbende har foretaget, som vurderes at have et længere perspektiv, som forventes, skal til, når man ønsker at vækste virksomheden. Det vurderes at de gyldne år i år 2020-2021 og år 2022, gjorde det er muligt for TCM at polstre sig til at komme igennem et 2023 år, hvor omsætningen falder samtidig med et opkøb, som organisatorisk og økonomisk påvirker resultatet.

I år 2024 ses igen positive takter, hvor omsætningen stiger samtidig med at dækningsgraden forbedres. Samtidig reduceres personale- og andre eksterne omkostninger. Det er forventeligt, at det tager tid at tilpasse organisationen og udnytte synergier, når der er opkøbt en konkurrent som TCM gjorde i 2023.

Kapitel 5 – Budgettering

I dette afsnit vil der blive udarbejdet et kommende budget for TCM.

Budgettet skal bruges til at værdisætte virksomheden ud fra budgettallene, derfor er budgettet et vigtigt element i værdiansættelsen, da forudsætningerne danner baggrund for værdien på virksomheden.

Når budgetteringen er et vigtigt element, er denne dannet på baggrund af de tidligere analyser i denne rapport. Dermed er budgettet lavet på baggrund af den strategiske tilgang virksomheden har, samt de økonomiske nøgletal, og de interne forventninger TCM har til fremtiden.

5.1 Resultatbudget

I fastsættelse af resultatbudgettet, er der taget højde for TCM fremtidige planer i forhold til opkøb af virksomheder, samt at virksomheden er på et konjunkturfølsomt marked.

Dette er der taget højde for, ved at beregne gennemsnit af tidligere års resultater og vækstrater. De seneste fire år, har der været to gode år og to dårlige år, derfor danner dette et godt grundlag for de fremtidige tal.

I budgettet for 2025 er der gjort brug af TCM's egne forventninger til året 2025 (TCM Group A/S, 2024), og de efterfølgende år er der gjort brug af en fordelingsnøgle.

Det som har indvirkning på 2025 er opkøbet af de sidste 55% af virksomheden Celebert ApS. Virksomheden er specialister indenfor online salg af køkkener, badeværelsesmøbler og garderobe løsninger.

I budgettet for TCM er skattesatsen estimeret til 22%, da virksomhedens primære markeder er Danmark og Norge, hvor selskabsskatten er 22% på nuværende tidspunkt.

Resultatopgørelse	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Terminal-
Tusind kr.	Resultat	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	periode
Omsætning	1.203.783	1.400.000	1.470.000	1.543.500	1.620.675	1.701.709	1.786.794	1.876.134	1.969.941	2.068.438	2.171.860	2.237.015
Vareforbrug	948.377	1.102.963	1.161.300	1.219.365	1.280.333	1.344.350	1.411.567	1.482.146	1.556.253	1.634.066	1.715.769	1.767.242
Bruttofortjeneste	255.406	297.037	308.700	324.135	340.342	357.359	375.227	393.988	413.688	434.372	456.090	469.773
- Personale og andre eksterne omk	129.511	152.037	161.700	169.785	178.274	187.188	196.547	206.375	216.693	227.528	238.905	246.072
Resultat før af- og nedskrivninger	125.895	145.000	147.000	154.350	162.068	170.171	178.679	187.613	196.994	206.844	217.186	223.702
- Afskrivninger	35.587	25.000	22.050	23.153	24.310	25.526	26.802	28.142	29.549	31.027	32.578	33.555
Resultat før finansielle poster	90.308	120.000	124.950	131.198	137.757	144.645	151.878	159.471	167.445	175.817	184.608	190.146
+ Resultatandel efter skat i ass. virk.	5.733	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
- Finansielle poster	26.598	20.000	22.050	23.153	24.310	25.526	26.802	28.142	29.549	31.027	32.578	33.555
Resultat før skat	69.443	105.000	107.900	113.045	118.447	124.120	130.076	136.329	142.896	149.791	157.030	161.591
- Skat	11.768	23.100	23.738	24.870	26.058	27.306	28.617	29.992	31.437	32.954	34.547	35.550
Resultat efter skat	57.675	81.900	84.162	88.175	92.389	96.813	101.459	106.337	111.459	116.837	122.484	126.041

Figur 19: Budget – Egen tilvirkning

5.1.1 Omsætning

I dette afsnit vil der blive beskrevet hvordan fordelingsnøglen på 5% vækst pr. år er fastsat og hvilke parametre vækstraten er fastsat på baggrund af.

I denne rapport under afsnit 3.3.2 PESTEL, blev det klargjort igennem analysen at økonomien i verden har en stor indvirkning på omsætningen i virksomheden. Igennem denne analyse blev det fastslået af virksomheden er konjunkturfølsom, derfor kan det være svært at sige en bestemt vækstrate for virksomheden, da denne vil opleve år med stor vækst og andre år med moderat vækst eller faldende omsætning i forhold til tidligere år.

Derfor anses det for at være realistisk, at virksomheden i nogle år vil have tocifret vækst i omsætningen, hvilket er virksomhedens egen målsætning. (TCM Group A/S, 2024)

Indeks	2024	2023	2022	2021	2020
Omsætning	117	108	112	108	100

Vækst	2024	2023	2022	2021	Gennemsnit
Omsætning	8,3%	-3,0%	3,4%	8,2%	4,2%

Figur 20: Omsætning – Egen tilvirkning

I figur 20 er der beregnet indekstal for omsætningen i de enkelte år i forhold til 2020. Nedenunder er der beregnet væksten i omsætningen i forhold til året forinden.

I denne periode har der været to gode år og to dårlige/moderate år, derfor kan denne periode bruges til at fastsætte en potentiel fremtidig vækstrate som vurderes realistisk. I ovenstående figur er gennemsnittet af den årlige vækst over den fireårige periode på 4,2%. I det fremtidige budget er vækstraten pr. år fastsat til 5% grunden til at denne rate er højere end gennemsnitsberegningen for de seneste fire år, skyldes at virksomheden selv tror på bedre vækstrater i fremtiden, samt at de opkøber virksomheder som vil medvirke til en højere vækst.

I år 2025 er der gjort brug af virksomhedens egne estimater, grunden til dette er opkøbet af de resterne 55% ejerandele i virksomheden Celebert ApS.

5.1.2 Vareforbrug

Når omsætningen vækster, sker der også en ændring i vareforbruget når der er tale om en produktionsvirksomhed.

I TCM har de, de seneste år investeret i en teknologisk udvikling som skal medføre en effektivisering samt bedre udnyttelse af deres vare i produktionen. Se afsnit 3.4.1 for uddybelse.

Indeks	2024	2023	2022	2021	2020
Vareforbrug	126	119	122	114	100
Vækst	2024	2023	2022	2021	Gennemsnit
Vareforbrug	6,2%	-2,4%	6,9%	13,9%	6,1%

Figur 21: Vareforbrug – Egen tilvirkning

I denne figur kan det aflæses at vareforbruget i gennemsnit er steget med 6,1% over de seneste fire år. Samtidig med at omsætningen kun er steget med 4,2% dette har gjort i beregningsperioden at bruttofortjenesten er blevet mindre, pga. højere procentuel stigning i vareforbruget i forhold til omsætningen.

I det fremtidige budget er forudsætningen at vareforbruget fastholdes på 79% af omsætningen, dette gøres da med de nye tiltage vil kunne fastholde en bruttofortjeneste på 21% af deres omsætning

5.1.3 Omkostninger

For at fastlægge omkostningerne i de fremtidige budgetter, er der set på tidligere år. I de tidligere år har denne omkostning svinget meget, udsvingene skyldes TCM tilpasser deres arbejdsstyrke i forhold til deres ordrebestillinger. Mange produkter bliver først sat i produktion når ordren er aflagt, se afsnit 3.4.1 for uddybelse af dette.

Indeks	2024	2023	2022	2021	2020
Omkostninger	111	121	99	85	100
Vækst	2024	2023	2022	2021	Gennemsnit
Omkostninger	-8,1%	21,7%	16,7%	-15,0%	3,8%

Figur 22: Omkostninger – Egen tilvirkning

Når virksomhedens værdikæde fungerer på denne måde, så bliver omkostningerne påvirket af hvordan omsætningen udvikler sig. Dette sker typisk året efter at omsætning er faldet så hvis denne falder i 2023 så kan man se at omkostningerne falder i 2024.

Når omsætning og omkostninger bliver påvirket på denne måde, er omkostningerne i budgettet fastsat til 11% af omsætningen dermed bliver denne direkte påvirket af ændringen i omsætningen.

5.2 Balancebudget

I dette afsnit vil der blive beskrevet hvordan budgettet for balancen er fastsat. Der vil blive beskrevet de elementer som har en indvirkning på arbejdskapitalen.

De forudsætningerne der bliver taget for budgettet, har en indvirkning på værdiansættelsen af virksomheden. Budgetterne er lavet på baggrund af de tidligere analyser i denne rapport, og indeholder både strategiske og regnskabsmæssige elementer.

5.2.1 Arbejdskapital

Arbejdskapitalen består af en række faktorer, som påvirkes af virksomhedens aktiviteter. Det kan derfor være udfordrende at komme frem til et resultat, som vil matche virksomhedens arbejdskapital efter budgetperioden. I de kommende afsnit uddybes fremgangsmåden og metoden til at budgettere på arbejdskapitalen. Der kan forekomme uforudsete forhold, som kan påvirke arbejdskapitalen positivt eller negativt, såvel som virksomheden kan foretage sig strategiske valg, der kan påvirke arbejdskapitalen, som kan være svære at forudse på nuværende tidspunkt.

Arbejdskapital	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Terminal-
Tusind kr.	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	periode
Varebeholdning	103.468	108.940	114.387	120.107	126.112	132.418	139.039	145.990	153.290	160.955	169.002
Tilgodehavende fra salg	63.651	66.833	70.175	73.684	77.368	81.236	85.298	89.563	94.041	98.743	103.680
Andre tilgodehavender	39.893	41.887	43.982	46.181	48.490	50.914	53.460	56.133	58.940	61.887	64.981
Periodeafgrænsningsposter	2.776	2.915	3.061	3.214	3.374	3.543	3.720	3.906	4.101	4.306	4.522
Aktiver i alt	209.787	220.576	231.604	243.185	255.344	268.111	281.517	295.593	310.372	325.891	342.185
Periodeafgrænsningsposter	269	283	297	312	327	343	361	379	398	417	438
Leverandørgæld	127.957	133.625	140.272	147.285	154.649	162.382	170.501	179.026	187.977	197.376	207.245
Anden gæld	80.939	84.985	89.235	93.696	98.381	103.300	108.465	113.889	119.583	125.562	131.840
WCR	623	1.683	1.801	1.892	1.986	2.085	2.190	2.299	2.414	2.535	2.662
Passiver i alt	209.787	220.576	231.604	243.185	255.344	268.111	281.517	295.593	310.372	325.891	342.185

Figur 23: Budget arbejdskapital – Egen tilvirkning

5.2.2 Varebeholdning

Varebeholdningen er med i arbejdskapitalen og derfor er den væsentlig at lave et retvisende budget for.

For at finde en retvisende varebeholdning, til brug i budgetter, er der set på de historiske tal, og dette er gjort med henblik på at mange af køkkenerne først bliver produceret efter at der er aflagt ordre.

Tallet varelagerets omsætningshastighed beskriver hvor mange gange varelageret bliver omsat om året.

Effektivitet i lager- og debitorstyring	2024	2023	2022	2021	Gennemsnit
Varelagerets omsætningshastighed i dage	34,31	37,82	32,18	33,16	34,37
Debitors betalingshastighed	17,56	26,47	13,05	9,30	16,59
Varelagerets omsætningshastighed	10,64	9,65	11,34	11,01	10,66

Figur 24: Lager- og debitorstyring – Egen tilvirkning

Hvis man ser i figuren ovenfor, beskriver denne at TCM's varer har haft udsving mellem at ligge på lager i 32,18-37,82 dage i perioden 2021-2024. Når der er et udsving på 5,64 dage, er dette en lille margin set over de seneste fire år. Pga. den lille margin er der brugt gennemsnittet over de seneste fire år på varelagerets omsætningshastighed på 10,66 til at beregne og bruge i forhold til budgettet for fremtidige varelager.

Varebeholdning	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Terminal-
Tusind kr.	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	periode
Vareforbrug	1.102.963	1.161.300	1.219.365	1.280.333	1.344.350	1.411.567	1.482.146	1.556.253	1.634.066	1.715.769	1.801.557
Varebeholdning Ultimo	103.468	108.940	114.387	120.107	126.112	132.418	139.039	145.990	153.290	160.955	169.002
Varelageret omsætningshastighed (gns. seneste 4 år)	10,66	10,66	10,66	10,66	10,66	10,66	10,66	10,66	10,66	10,66	10,66

Figur 25: Varebeholdning budget – Egen tilvirkning

For at beregne varebeholdningen er vareforbruget fra budgettet brugt og divideret med varelagerets omsætningshastighed. På denne måde er der budgetteret med det, som anses for mest retvisende både i budgetperioden og i terminalperioden.

5.2.3 Tilgodehavender

Til budgetteringen af arbejdskapitalen er tilgodehavender fra salg, andre tilgodehavender og periodeafgrænsningsposter beregnet ved at tage udgangspunkt i gennemsnittet af den procentvise andel af omsætningen over de seneste fire år, hvilket har resulteret i følgende budgetforudsætninger:

- Tilgodehavender fra salg udgør 4,5% af omsætningen,
- Andre tilgodehavender udgør 2,8% af omsætningen,
- Periodeafgrænsningsposter udgør mindre end 1% af omsætningen i budget- og terminalperioden.

Tilgodehavender	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Terminal-
Tusind kr.	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	periode
Omsætning	1.400.000	1.470.000	1.543.500	1.620.675	1.701.709	1.786.794	1.876.134	1.969.941	2.068.438	2.171.860	2.280.452
Tilgodehavender fra salg	63.651	66.833	70.175	73.684	77.368	81.236	85.298	89.563	94.041	98.743	103.680
%-andel tilgodehavender fra salg	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%	4,5%
Andre tilgodehavender	39.893	41.887	43.982	46.181	48.490	50.914	53.460	56.133	58.940	61.887	64.981
%-andel andre tilgodehavender	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%

Figur 26: Tilgodehavender budget – Egen tilvirkning

5.2.4 Varekreditorer og anden gæld

Med udgangspunkt i de seneste fire års regnskaber er TCM's kreditors betalingshastighed beregnet, som vist i nedenstående figur, hvor den gennemsnitlige betalingshastighed fra kreditorer udgør 41,8 dage.

	2024	2023	2022	2021	Gennemsnit
Kreditors betalingshastighed	47,23	58,37	60,37	1,23	41,80

Figur 27: Kreditors betalingshastighed – Egen tilvirkning

Gennemsnittet af betalingsdage fra kreditorer, er herefter brugt til at gange med det daglige indkøb som bliver fortaget.

For at finde frem til det daglige indkøb er vareforbruget og lagerforskydninger divideret med 365, for at finde det daglige indkøb.

Leverandørgæld	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	Terminal-
Tusind kr.	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	Budget	periode
Kreditordage (gnst. seneste 4 år)	41,80	41,80	41,80	41,80	41,80	41,80	41,80	41,80	41,80	41,80	41,80
Vareforbrug + lagerforskydning	1.117.284	1.166.773	1.224.812	1.286.053	1.350.355	1.417.873	1.488.767	1.563.205	1.641.365	1.723.434	1.809.605
Dagligt indkøb	3.061	3.197	3.356	3.523	3.700	3.885	4.079	4.283	4.497	4.722	4.958
Leverandørgæld ultimo	127.957	133.625	140.272	147.285	154.649	162.382	170.501	179.026	187.977	197.376	207.245

Figur 28: Leverandørgæld budget – Egen tilvirkning

Anden gæld og periodeafgrænsningsposter er ligeledes beregnet ud fra et gennemsnit af % af omsætningen over de seneste fire år, hvilket i perioden er beregnet til at:

- Anden gæld udgør 5,8% af omsætningen,
- Periodeafgrænsningsposter udfør mindre end 1% af omsætningen i budget- og terminalperioden.

5.2.5 Investeringer

TCM har i regnskabsårene før år 2024 haft større anlægsinvesteringer, hvoraf den største investering udgjorde opkøbet af AUBO i år 2023. I budgetforudsætningerne er det anslået at investeringerne i regnskabsåret 2024 ligger på et almindeligt niveau uden flere ekstraordinære poster, hvilket danner grundlag for nettoinvesteringerne i budgetperioden, som er fastsat til 50.000 t.DKK. Der er foretaget en undtagelse for budgetåret 2025, hvor nettoinvesteringerne forventes højere i forbindelse med det fulde opkøb af Celebert ApS og derfor er fastsat til 80.000 t.DKK.

Kapitel 6 – Værdiansættelse

I dette kapitel vil der blive foretaget en værdiansættelse, dette vil blive gjort på baggrund af nøgletal samt budgettet om er beskrevet i foregående kapitel.

Værdiansættelsen vil blive brugt som sammenligningsgrundlag i forhold til aktiekursen ultimo 2024, for at belyse sammenhængen mellem disse.

Derudover vil værdiansættelsen blive brugt til at diskutere om det er den rigtige værdi, der er beregnet, og hvad der har påvirkning på værdiansættelsen. Derefter vil der blive beregnet på disse påvirkninger/faktorer samt beregne hvad værdien vil være ved ændringer i faktorerne.

6.1 Værdiansættelsesmetoder

For at beregne værdiansættelsen af TCM, er der taget udgangspunkt DCF-modellen samt to nøgletalsværdiansættelser i form af Price/Earnings og Equity Value/EBITDA multiplum.

6.1.1 Værdiansættelse ved multipler

Nøgletalsværdiansættelserne Price to Earnings ratio og Enterprise Value to EBITDA ratio er forholdsvis simple værdiansættelsesmetoder, som er nemme at benytte og sammenligne med andre lignende virksomheder.

Værdiansættelsen fastsættes ved at tage gennemsnittet af de sammenlignelige virksomheders multiples og anvende dem på den pågældende virksomhedsfinansielle nøgletal.

I beregningen danner følgende Danish small caps virksomheders P/E grundlag for rapportens P/E og EV/EBITDA multiplum:

- AO Johansen
- H+H
- HusCompagniet
- MT Højgaard
- Per Aarsleff
- Solar

(Johansen, 2025)

6.1.2 Discounted Cash Flow modellen

DCF-modellen er en omfattende model. For at lave værdiansættelsen skal der opstilles et fremtidigt budget. Værdiansættelsen afhænger af hvordan budgettet bliver opstillet.

Metoden er svær at bruge som et sammenligningsgrundlag virksomheder imellem, da det afhænger af budgettet.

I beregningen opgøres værdien af virksomheden til den tilbagediskonterede værdi af forventede fremtidige frie pengestrømme, som beregnet i budgettet. I modellen måles der på egenkapitalens afkastkrav og fremmedkapitalens afkastkrav af den rentebærende gæld. Hermed laves en estimeret nutidsværdi som bindes op på fremtidige forventninger for pengestrømmen.

Værdiansættelsen laves på baggrund af terminalperioden. Terminalperioden er en uendelig periode, og dermed er denne teoretisk, da den beskriver en uendelig periode.

6.2 Værdiansættelse efter nøgletalsmultipler

Med baggrund i resultat efter skat i budgettet for 2025 ganget med den benyttede P/E-multipel værdiansættes TCM til 941.850 t.DKK ved brug af price-earnings-værdiansættelse.

Værdiansættelse P/E

Tusind kr.	
P/E-multipel	11,5
Earnings i budget 2025 (EAT)	81.900
Equity value	941.850

Figur 29: Værdiansættelse P/E – Egen tilvirkning

Resultatet af værdiansættelsen ser anderledes ud, hvis man i stedet beregner den ud fra EV/EBITDA multipl. EBITDA ganges med den benyttes EV/EBITDA multipl, hvilket giver en enterprise value på 797.500 t.DKK, hvorefter likvider tillægges og rentebærende gæld fratrækkes. Ved brug af EV/EBITDA-værdiansættelsesmetoden, vurderes TCM at have en værdi på 424.585 t.DKK.

Resultat af EV/EBITDA-værdiansættelsen viser at værdiansættelsen på fondsbørsen pr. 31.12.2024 er overvurderet. Dette kan man dog stille sig kritisk overfor, da de EV/EBITDA-multiplen er beregnet på baggrund af Danish small caps, som primært er entreprenør virksomheder og ikke produktionsvirksomheder, hvorfor disse ikke kan danne sammenligning grundlag en til en. Produktionsvirksomheder er som udgangspunkt mere anlægstunge end entreprenør virksomheder.

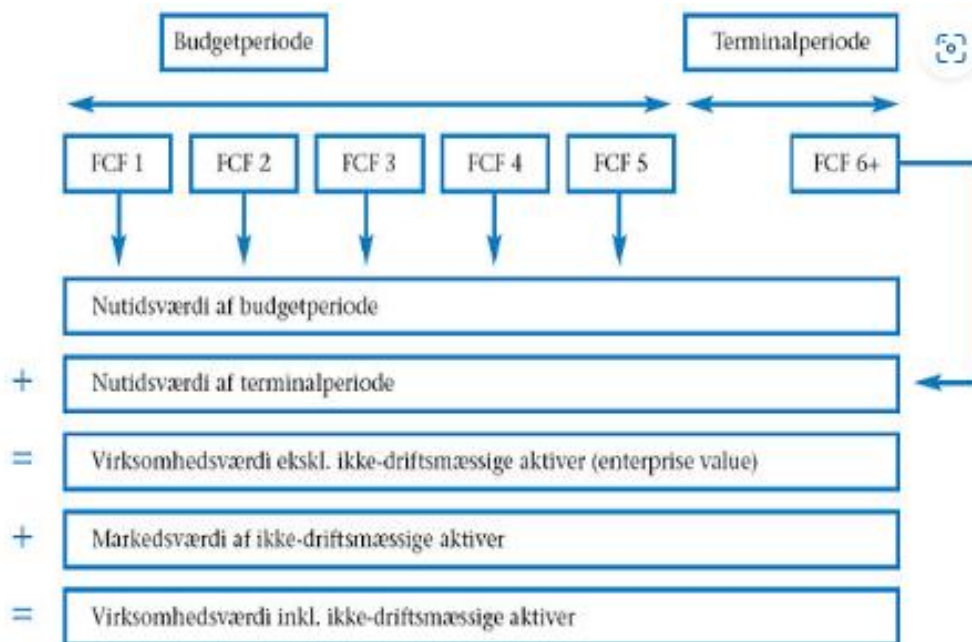
Værdiansættelse EV/EBITDA multipel

Tusind kr.	
EV/EBITDA multipel	5,5
EBITDA i budget 2025	145.000
Enterprise value	797.500
+ Likvider budget 2025	56.000
- Rentebærende gæld budget 2025	428.915
Equity value	424.585

Figur 30: Værdiansættelse EV/EBITDA – Egen tilvirkning

6.3 Værdiansættelse efter Discounted Cash Flow modellen

Fremgangsmåde for at beregne værdiansættelsen ud fra DCF er følgende:



(Skat, 2019)

- Det frie Cash flow skal fastlægges for budgetperioden og herudover skal der estimeres diskonteringsfaktor WACC
- Beregning af nutidsværdien for det forventede frie cash flow i budget og terminalperioden. De frie pengestrømme i budget og terminalperioden tilbagediskonteres med den estimerede WACC.
- Nutidsværdien af det frie cash flow i budgettet og i terminalperioden udgør virksomhedens værdi, dog mangler ikke- driftsmæssige aktiver, da cash flowet er indkomst baseret.
- Virksomhedens værdi beregnes og likvider tillægges og rentebærende gæld fratrækkes.

- Den estimeret værdi af virksomheden, ud fra ovenstående fremgangsmetode.

6.3.1 Fastsættelse af WACC

I ovenstående afsnit 6.3 er det beskrevet hvad WACC har af formål i forbindelse med værdiansættelse. WACC er vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger for både ejere og långivere.

For at kunne beregne WACC for TCM skal der fastsættes afkastkravet for fremmedkapitalen og egenkapital, herefter kan den gennemsnitlige kapitalomkostning beregnes for virksomheden.

WACC bliver beregnet som:

$$WACC = (\text{egenkapitalandel} \cdot \text{Egenkapitalomk.}) + (\text{Fremmedkapitalandel} \cdot \text{Fremmedkapitalomk.})$$

6.3.1.1 Kapitalstruktur

Pr. 31. december 2024 udgjorde kapitalstrukturen hos TCM af 53,1% egenkapitalsandel og 46,9% fremmedkapitalsandel. Virksomheden tilønsker en fleksibel kapitalstruktur, som understøtter langsigtet og lønsom vækst. (TCM Group A/S, 2024)

Kapitalstruktur	
Antal aktier, stk	10.440.012
Aktiekurs pr. 31.12 2024, DKK	67,0
Markedsværdi af egenkapital, DKK	699.480.804
Markedsværdi af egenkapital i tkr. DKK	699.481
Bogført værdi af egenkapital pr. 31.12 2024 i tkr. DKK	589.484
Market value added	109.997

Figur 31: kapitalstruktur – Egen tilvirkning

I ovenstående figur kan det aflæses at MVA er 109.997 dette betyder at der er forskel mellem den bortførte værdi og markedsværdien på 109.997. Ved brug af MVA kan fordelingen mellem Egenkapital og fremmedkapital beregnes som nedenfor.

Aktiver		Passiver		
Bogførte aktiver	1.206.544	Bogført egenkapital	589.484	
Market Value added	109.997	Market value added	109.997	
		Markedsværdi af egenkapital	699.481	53,1%
		Fremmedkapital	617.060	46,9%
Markedsværdi af aktiver	1.316.541	Markedsværdi af passiver	1.316.541	100,0%

Figur 32: Markedsværdi – Egen tilvirkning

6.3.1.2 Egenkapitalens afkastkrav

Egenkapitalens afkastkrav er investorens afkastkrav. Egenkapitalens afkastkrav er typisk større end fremmedkapitalen, da det er investorerne der er sidst i prioritetsrækkefølgen.

Egenkapitalomkostningerne bliver beregnet således:

$$\text{Egenkapitalomk.} = \text{Risikofri rente} + (\text{Betaværdi} \cdot \text{Markedsrisikopræmie})$$

Den risikofri rente er fastsat ud fra nationalbankens udlånsrente på 2,0% pr. den 22. april 2025.

Markedspræmien er fastsat ud fra skat's vejledende satser, satsen er for 2025 er 6%. (Skat, 2025)

For at fastsætte Beta er denne beregnet ved at sammenligne TCM's aktie med andre aktiemarkeder. På grund af få handler for TCM's aktie set i forhold til aktiemarkedet, bliver Beta meget lav.

Beta skal bruges for at fastsætte investorens afkastkrav for virksomheden, Beta er et udtryk for udsving/usikkerhed for TCM's aktie, i forhold til markedsrisikoen.

Hvis Beta er nul, vurderes det til en risikofri investering, er Beta en vurderes investeringen at have samme risiko som markedet. Er beta over en svarer det til at risikoen for aktien er større end markedet.

For at fastsætte Beta, er der gjort brug af Bloombergs lukkekurs over en 2-årig periode og sammenlignet med OMX Copenhagen (KAX) over samme periode. I denne periode er TCM's beta 0,12. Hvilket teoretisk betyder at investering i denne aktie vurderes med minimal risiko. For at vurdere om TCM's beta i forhold til KAX kan vurderes retvisende, er der ligeledes lavet et udtræk fra Bloomberg på den gennemsnitlige handelskurs og den gennemsnitlige daglige antal handlede aktier på henholdsvis TCM og Novo Nordisk A/S i perioden d.

31/03/2022-31/03/2025. Med dette dataset (se bilag 4) er den gennemsnitlige daglige omsætning af TCM-aktier beregnet til 554 t.DKK mod en daglig omsætning på 2.053.386 t.DKK af Novo Nordisk A/S aktier. TCM's gennemsnitlige daglige omsætning svarer derfor til 0,027% af den daglige aktieomsætning af Novo Nordisk A/S.

Den beregnede beta for perioden vurderes ikke retvisende for en investering i TCM. Det skyldes blandt andet at TCM vurderes til at være en forholdsvis lille og lav omsat aktie i forhold til de store spillere som er indeholdt i KAX, hvilket blandt andet er Novo Nordisk A/S.

Beta er i værdiansættelsen fastsat til 1,5. Grunden til denne fastsættelse skyldes, at der er taget udgangspunkt i Aswarth Damodaran's beregninger af beta (Damodaran, 2025) for forskellige brancher. TCM vurderes at tilhører både Retail (special Lines) og Retail (Building Supply), derfor er betagennemsnittet for de to betaer brugt.

Egenkapitalens afkastkrav	
Risikofri rente	2,0%
Betaværdi	1,5
Markedspræmie	6,0%
Egenkapitalens afkastkrav	11,0%

Figur 33: Egenkapitalens afkastkrav – Egen tilvirkning

6.3.1.3 Fremmedkapitalens afkastkrav

Fremmedkapitalens afkastkrav er långiveres afkastkrav og bliver beregnet således:

$$\text{Fremmedkapitalomk.} = (\text{Risikofri rente} + \text{Selskabsspecifikt risikotillæg}) \cdot (1 - \text{skattesats})$$

Den risikofri rente er fastsat ud fra nationalbankens udlånsrente på 2,0% pr. den 22. april 2025.

Risikotillægget er beregnet ved renteudgifterne i budget 2025 i forhold til den rentebærende gæld i budget 2025.

Fremmedkapitalens afkastkrav	
Risikofri rente	2,0%
Estimeret kreditrisiko (risikotillæg)	4,7%
Skattesats	22,0%
Fremmedkapitalens afkastkrav efter skat	5,2%

Figur 34: Fremmedkapitalens afkastkrav – Egen tilvirkning

6.3.1.4 Beregning af WACC

I løbet af afsnit 6.3.1 er der gennemgået de elementer som indgår i beregningen af WACC. Der er under de forskellige delmål argumenteret for de valgte tal.

WACC bliver derefter regnet med følgende formel:

$$WACC = (\text{egenkapitalandel} \cdot \text{Egenkapitalomk.}) + (\text{Fremmedkapitalandel} \cdot \text{Fremmedkapitalomk.})$$

WACC bliver derfor 8,3% og dette er den vægtede kapitalomkostning for virksomheden.

Beregning af WACC	
Egenkapitalandel	53,1%
Egenkapitalens afkastkrav	11,0%
Fremmedkapitalandel	46,9%
Fremmedkapitalens afkastkrav	5,2%
WACC	8,3%

Figur 35: WACC – Egen tilvirkning

6.3.2 Det frie Cash-Flow

Det frie cash flow beregnes for at komme frem til virksomhedens evne til at generere kontanter i budget og terminalperioden, hvilket danner grundlag for værdiansættelsen ved brug af DCF-modellen.

Virksomhedens evne til at generere kontanter beregnes ved EBIT x tax-ratio tillagt afskrivninger, da afskrivninger ikke har likviditetsbinding, hvorefter ændring i arbejdskapitalen samt netto investeringer fratrækkes.

I budgetperioden er vækstraten fastsat til 5%. I terminalperioden forventes forsat vækst dog mere konservativ fastsat til 3%, da perioden ligger over 10 år frem i en uendelig periode, hvilket medfører større usikkerhed i forhold til budgetperioden.

6.3.3 DCF Værdiansættelse

Med udgangspunkt i vores frie cash flow for budget og terminalperioden beregnes enterprise value ved at tilbagediskontere det frie cash flow til nutidsværdi med baggrund i kapitalomkostningen (WACC) beregnet til 8,3%.

Enterprise value på 1.665.670 t.DKK tillægges likvider og fratrækkes rentebærende gæld, hvilket giver en værdiansættelse på 1.292.755 t.DKK ved brug af DCF-modellen.

DCF Værdiansættelse	
Nutidsværdi af frit cash flow, tkr. DKK	547.140
Nutidsværdi af terminalværdien, tkr. DKK	1.118.530
Enterprise Value, tkr. DKK	1.665.670
Likvider, tkr. DKK	56.000
Rentebærende gæld, tkr. DKK	428.915
Equity value	1.292.755

Figur 36: DCF værdiansættelse – Egen tilvirkning

6.4 Følsomhedsanalyse

Det er væsentligt at forholde sig kritisk overfor værdiansættelsesmodellerne, da de er følsomme overfor ændringer.

DCF-modellen diskonteres med kapitalomkostninger (WACC), som er en væsentlig faktor for resultatet af værdiansættelsen.

I nedenstående model er der lavet en følsomhedsanalyse på kapitalomkostningerne. Scenarierne er dannet med henblik på at vurdere kursudsving ved WACC-ændringer på plus/minus 1-3 procentpoint.

Kapitalomkostningerne (se afsnit 6.3.1.4) påvirkes bl.a. af den risikofrie rente, som historisk har været svingende. Det seneste år er der set rentefald på samlet 1,75 procentpoint, hvorfor det er væsentligt at forholde sig kritisk overfor den risikofrie rente, da denne har stor betydning for det beregnede resultat i DCF-modellen.

Beta har ligeledes stor betydning for den fastsatte WACC, hvorfor det også er væsentligt at diskutere følsomheden af beta. Som det tidligere er diskuteret, kan beta fastsættes på mange forskellige måder. Ved at sammenligne TCM's kursudsving med KAX forekom beta at være utrolig lav, hvilket vurderes at skyldes at store virksomheder, som Novo Nordisk er dominerende i indekset, og derfor ikke vurderes at være det rigtige sammenligningsgrundlag.

Beta kan påvirkes hvis der sker ændringer i de overordnede markedsforhold. Ændringerne i markedsforholdene kan være en økonomisk krise, som kan gøre at virksomhedens aktie er mere følsom end andre tilsvarende virksomheder.

TCM har beskrevet i deres strategi, at de vil fokusere på at udvide deres forretningsområde. Udvidelser har en påvirkning på risikoen, da det er risikobetonet at etablere sig på ukendte markeder, hvilket kan forhøje beta.

Noget som kan påvirke TCM til en lavere beta er, hvis virksomheden kan reducere dens eksponering for markedsvolatilitet. TCM er i dag meget afhængig og eksponeret på det danske marked, som i dag udgør klart størstedelen af deres omsætning. Hvis TCM i fremtiden får fordelt risikoen, så de ikke er afhængige af et enkelt stående marked, så vil det alt andet lige medføre en lavere beta.

Hvis de øvrige faktorer i kapitalomkostningen fastholdes og den risikofrie rente falder til – 0,23% mod de 2% i dag, så ændres WACC til 6,3%. Ligeledes kan WACC falde til 6,3%, hvis Beta ændres til 0,88 mod de 1,51 i dag, og de øvrige faktorer i WACC er fastholdt. En WACC på 6,3% forøger det beregnede kursmål til 230 DKK svarende til en stigning på 85,9%, som vist i nedenstående figur 37.

Stiger den risikofrie rente i stedet til 4,23% mod de 2% i dag, samtidig med at de øvrige faktorer i WACC fastholdes, stiger WACC til 10,3%. En betaændring til 2,13 mod 1,51 i dag vil også medvirke til en WACC på 10,3%, hvis de øvrige faktorer er uændrede. Stiger WACC til 10,3% medfører dette, at det beregnede kursmål er 76 DKK svarende til et kursfald på 38,4%.

Følsomhedsanalyse ved ændring af WACC i DCF-modellen							
Anvendt WACC	5,3%	6,3%	7,3%	8,3%	9,3%	10,3%	11,3%
Nyt kursmål	353	230	165	124	96	76	61
Forskel i DKK	230	106	41	-	-28	-48	-63
Forskel i %	185,4%	85,9%	32,9%	0,0%	-22,3%	-38,4%	-50,6%

Figur 37: Følsomhed DCF-modellen – Egen tilvirkning

Øvrige forhold som kan medvirke til en højere værdi ved en lavere rente, er at TCM er konjunkturfølsom se afsnit 3.3.2. Ved lavere renter er der ligeledes set større omsætning, da branchen, som TCM tilhører, påvirkes af bl.a. ejendomshandler og ejendomsprojekter, hvilket alt andet lige er påvirket af finansieringsomkostningerne. Omvendt påvirkes virksomheden, hvis renten stiger.

Kapitel 7 – Konklusion

Efter en gennemgang af TCM's forrentningsmodel og en grundig analyse af de strategiske, regnskabsmæssige og fremtidige forhold, har dette dannet grundlag for besvarelsen af den overordnede problemformulering:

Hvad er den teoretiske værdi af TCM Group A/S pr. 31.12.2024? Vurderes aktiekursen for TCM Group A/S pr. 31.12.2024 at være under- eller overvurderet?

Med baggrund i analyserne er der udarbejdet en værdiansættelse af virksomheden med baggrund i flere forskellige metoder, herunder værdiansættelse ved DCF-modellen vurderes i sammenhold mod værdiansættelse ved nøgletalsmultiplerne Price Earnings (P/E) og Equity Value/Earnings before interest, tax, depreciation and amortization (EV/EBITDA).

Som følge af værdiansættelsen ved brug af DCF-modellen er den beregnede værdi pr. aktie 123,8 DKK til sammenligning med en aktiekurs på fondsbørsen d. 31.12.2024 på 67,0 DKK. Det kan konkluderes at med denne værdiansættelsesmetode på baggrund af rapportens forudsætninger er aktiekursen undervurderet.

Sammenlignes aktiekursen med værdiansættelsen ved P/E-multiplen, som beregnes til 90,2 DKK pr. aktie vurderes aktien ligeledes undervurderet. SEB har benyttet sig af samme P/E-multipel, hvorfor de kommer frem til en værdiansættelse på samme niveau på 90,0 DKK.

Værdiansættelsen ved brug af EV/EBITDA-multiplen er den beregnes aktiekurs på 40,7 DKK, hvilket isoleret set konkluderer at aktiekursen er handlet til overpris pr. 31.12.2024.

Nedenstående figur 38 danner grundlag for konklusionen på problemformuleringen, hvor de beregnede aktier kurser som følge af de forskellige værdiansættelsesmetoder sammenlignes. Hertil er kursværdien ifølge den bogførte egenkapital (fondskursen fratrasket marked value added) tilføjet til figuren, da denne giver et billede af hvor stor en del af værdiansættelserne, som udgør forventningen til virksomhedens potentiale.

Aktieværdi, pr. aktie	
Fondsbørsen d. 31. december 2024	67,0
Bogført egenkapital	56,5
P/E værdiansættelse	90,2
EV/EBITDA værdiansættelse	40,7
DCF værdiansættelse	123,8
SEB target price	90,0
Gennemsnit	78,0

Figur 38: Aktieværdi – Egen tilvirkning

Med baggrund i værdiansættelserne konkluderes det at aktien for TCM pr. 31.12.2024 er undervurderet, selvom det beregnes spænd mellem værdiansættelserne, ligger på 40,7-123,8 DKK.

Værdiansættelse ved nøgletalsmultipler er forsimplede, og tager ikke højde for forventninger til fremtiden. Dvs. TCM i disse beregninger på kortsigt bliver straffe for deres store

investeringer bl.a. ved opkøbet af AUBO og større IT-investering, da disse investeringer ofte på kortsigt påvirker resultaterne negativt pga. store engangsudgifter og væsentlige balance udvidelser.

Nøgletalsmultiplerne fastsættes ud fra bedst mulige sammenligningsgrundlag, men TCM vurderes ikke at have flere sammenlignelige virksomheder, hvor branche, størrelse og primært markedsområde matcher, hvilket kan udfordre disse beregningsmetoder.

Fordelene ved disse beregninger er at de er forholdsvis simple at gå til og ulemperne er som beskrevet ovenfor. Derfor vurderes resultatet med kritiske øjne.

På grund af ovenstående usikkerheder, er der ligeledes gjort brug af DCF-modellen. Fordelene ved brug af DCF-modellen er, at denne tager højde for de fremtidige budgetforventninger, samt forventninger til investorenes afkastkrav og långivers afkastkrav, som tilbagediskonteres til nutidsværdi. Ulemperne ved brug af DCF-modellen er, at modellen er kompleks, tidskrævende og følsom overfor de forudsætninger, der opstilles for beregningen. Da modellen primært beregnes ud fra forventninger, er den naturligvis forbundet med stor usikkerhed.

Pga. denne usikkerhed ved modellen er der foretaget en følsomhedsanalyse på resultatet, hvor der i nedenstående figur er taget udgangspunkt i udsving på forudsætningerne for investorerne og långivers afkastkrav, hvorfor eksemplet viser resultatet af værdiansættelsen sammenholdt med udsvingene ved WACC +/- 2%-point.

Aktieværdi, pr. aktie	
Fondsbørsen d. 31. december 2024	67,0
DCF værdiansættelse WACC -2%-point	230,2
DCF værdiansættelse	123,8
DCF værdiansættelse WACC +2%-point	76,2
Gennemsnit af DCF beregningerne	143,4

Figur 39: Aktieværdi inkl. følsomhedsanalyse – Egen tilvirkning

Med baggrund i ovenstående figur vurderes mere sandsynligt at spændet for TCM's teoretiske værdi er mellem 76,2-230,2 DKK pr. aktie, hvorfor vi igen konkluderer at virksomheden er undervurderet pr. 31.12.2024.

Det vurderes at TCM er stærkt positioneret for fremtidig vækst, hvilket DCF-modellen bliver understøttet af, når der analyseres på de interne og eksterne strategiske faktorer.

I analysen af TCM's strategiske faktorer står det klart at virksomheden er følsom overfor konjunktur ændringer. Stigende renter vurderes at være en stor trussel for virksomheden, da usikkerheden ved stigende renter sætter hold i ejendomshandler, projektbyggerier, private nybyggerier samt renoveringer, som er driverer for omsætningen hos TCM. I sådanne tilfælde er TCM's ledelse omstillingsparate og tilpasser arbejdsstyrken herefter. Ligeledes producerer virksomheden primært ordrebaseret, hvorfor de hurtigt kan tilpasse deres forretningsmodel. Dykker man ned i regnskabet, kan det konkluderes at virksomheden har forbedret deres likviditetsstyring i forbindelse med virksomhedens vækst. Man skal ikke kigge mange år tilbage før, man ser at virksomheden ikke havde kreditfaciliteter hos deres underleverandører, hvilket de i dag nyder fordel af.

Branchen, som TCM opererer i, styres af trends, som de seneste år har udviklet sig fra at være standard køkkener og farver til at kunderne efterspørger naturmaterialer, nuancer i farvevalg samt unikke tilvalg. Dette sætter store krav til produktionslinjen, som skal være fleksibel og omstillingsparat, hvilket virksomheden de seneste år har tilpasset deres produktion til. Virksomheden har ligeledes interne designere, som følger trends og fremmer udviklingen af produkterne.

TCM er som tidligere nævnt konjunktur følsom, hvor renteniveauet er en stor spiller i forhold til virksomheden performance, hvilket de seneste 5 års regnskaber understøtter. Efter flere år med lave renter, leverede TCM flere rekordregnskaber, hvilket lå i starten af analyseperioden. De seneste år har været mere udfordrende, hvor virksomheden i forbindelse med opkøbet af AUBO har udvidet deres balance, men ikke formået at levere resultater på niveau med deres rekordperiode. Til trods for dette ses en positiv bundlinje samt en positiv udvikling det seneste år. På baggrund af de strategiske analyser og den gennemsnitlige performance i analyseperioden, som danner grundlag for budgetforventningerne vurderes det realistisk at virksomheden kan vækste.

På trods af udfordringer på markedet vurderes det at TCM formår til at tilpasse, innovere og vækste, hvilket gør aktiekursen pr. 31.12.2024 til en attraktiv investering, når den sammenlignes med den teoretiske værdiansættelse. Anbefalingen lyder derfor, at investorer bør overveje investering i TCM, da den vurderes undervurderet.

Referencer

Andersen, A. L., 2021. *TCM Group på opkøb hos pioner: Vil have en større bid af online køkkensalget*. [Online]
Available at: <https://dagbladet-holstebro-struer.dk/erhverv/tcm-group-paa-opkoeb-hos-pioner-vil-have-en-stoerre-bid-af-online-koekkensalget>
[Senest hentet eller vist den 17 04 2025].

Andersen, H. Y. et al., 2024. *Danmarks Nationalbank*. [Online]
Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/viden-og-nyheder/publikationer-og-taler/analyse/2024/effekter-af-pengepolitiske-renteforhojelser>
[Senest hentet eller vist den 15 03 2025].

Askjær, T. H., 2020. *Danskerne går amok i køkkener: Producenter har kurs mod rekordår: Børsen*. [Online]
Available at: <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/kokkensalg-brager-los-midt-i-coronakrise>
[Senest hentet eller vist den 30 Marts 2025].

Aubo, 2025. *Trendspotting ALA 2025*. [Online]
Available at: <https://aubo.dk/plan-a/trend/trendspotting-ala-2025/>
[Senest hentet eller vist den 25 01 2025].

Bang, B., 2020. *Børsen Corona har løftet salget af nye køkkener: "Vores største konkurrent – rejser – forsvandt jo"*. [Online]
Available at: <https://borsen.dk/nyheder/virksomheder/corona-har-loftet-salget-af-nye-kokkener>
[Senest hentet eller vist den 14 04 2025].

Damodaran, A., 2025. *Betas by sector*. [Online]
Available at: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
[Senest hentet eller vist den 28 04 2025].

Danmarks Nationalbank, 2025. *Danmarks Nationalbank*. [Online]
Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser-pengepolitik-og-dansk-oekonomi/officielle-rentesatser>
[Senest hentet eller vist den 29 Marts 2025].

Danmarks Nationalbank, 2025. *Officielle rentesatser*. [Online]
Available at: <https://www.nationalbanken.dk/da/vores-arbejde/stabile-priser-pengepolitik-og-dansk-oekonomi/officielle-rentesatser>
[Senest hentet eller vist den 12 04 2025].

Danmarks Statistik, 2025. *Danmarks Statistik*. [Online]
Available at: https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/Graphics/MakeGraph.asp?interactive=true&menu=y&maintable=EJE N88&pxfile=202533010422532588429EJEN88.px&gr_type=1&PLanguage=0
[Senest hentet eller vist den 30 03 2025].

Danmarks Statistik, 2025. *Danmarks Statistik*. [Online]
Available at: <https://www.statistikbanken.dk/statbank5a/selectvarval/saveselections.asp>
[Senest hentet eller vist den 30 03 2025].

Jeppesen, N., 2022. *Virksomhed fyrer over tyve ansatte og nedlægger hold: Vi er gået hårdere til værks, end vi plejer Dagbladet Holstebro Struer*. [Online]
Available at: <https://dagbladet-holstebro-struer.dk/holstebro/virksomhed-fyrer-over-tyve-ansatte-og-nedlaegger-hold-vi-er-gaaet-haardere-til-vaerks-end-vi-plejer>
[Senest hentet eller vist den 03 05 2025].

Johansen, K. T., 2025. *Equity Research TCM Group*, s.l.: SEB.

LassoX, 2025. *LassoX*. [Online]
Available at: <https://portal.lassox.com/CVR-1-37291269/information>
[Senest hentet eller vist den 08 05 2025].

Nobia AB, 2024. *2023 Annual and Sustainability Report*, Stockholm: Nobia AB.

Olsen, N. V., Staunstrup, E. & Hermann, L., 2022. *Strategi- det strategiske lederskab*. s.l.:Trojka.

Pank, M., 2025. *Interview med Svane Køkkenet* [Interview] (2 05 2025).

- Rasmussen, O. F., 2024. *Køkken- og møbelbranchen i krise:- ikke mange der vil købe møbler lige nu*. [Online]
Available at: <https://www.tv2fyn.dk/fyn/koekken-og-moebelbranche-i-krise-ikke-mange-der-vil-koebe-moebler-lige-nu>
[Senest hentet eller vist den 12 02 2025].
- Rimmer, E., 2024. *BO BEDREs chefredaktør: disse 5 tendenser vil præge designscenen i 2024*. [Online]
Available at: <https://www.magasin.dk/journal-article-Tendenser-Bolig-BoBedre.html>
[Senest hentet eller vist den 01 02 2025].
- Ritzau, 2025. *Politikken*. [Online]
Available at: <https://politiken.dk/internationalt/art10361469/Trump-iv%C3%A6rks%C3%A6tter-voldsom-handelskrig-%E2%80%93-EU-rammes-med-20-procent-told>
[Senest hentet eller vist den 3 April 2025].
- Rüdiger, M., 2024. *Danmarks Nationalleksikon*. [Online]
Available at: https://lex.dk/energikrisen_2022
[Senest hentet eller vist den 30 Marts 2025].
- Seymour, M., 2022. *Husets største klimasynder er køkkenet*. [Online]
Available at: <https://fyens.dk/bolig-og-livsstil/husets-stoerste-klimasynder-er-koekkenet>
[Senest hentet eller vist den 10 02 2025].
- Sikkerhedsstyrelsen, u.d. *Love og regler om farlige produkter og produktsikkerhed*. [Online]
Available at: <https://www.sik.dk/erhverv/produkter/generel-produktsikkerhed/love-og-regler/love-og-regler-om-farlige-produkter-og-produktsikkerhed>
[Senest hentet eller vist den 7 02 2025].
- Skat, 2019. *4.1 DCF-modellen*. [Online]
Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=1813207>
[Senest hentet eller vist den 28 04 2025].
- Skat, 2025. *C.J.3.1.2.2 Egenkapitalomkostninger/ejernes afkastkrav*. [Online]
Available at: <https://info.skat.dk/data.aspx?oid=2386882>
[Senest hentet eller vist den 28 04 2025].
- TCM Group A/S, 2023. *Annual report 2023*, s.l.: TCM Group A/S.
- TCM Group A/S, 2023. *TCM Group Ledelsesberetning Kvartalsrapport Q2 2023 (1. april-30. juni)*, Tvis: TCM Group A/S.
- TCM Group A/S, 2024. *Annual Report*, s.l.: TCM Group A/S.
- TCM Group A/S, 2024. *TCM Group ledelsesberetning Kvartalsrapport Q4 2024*, s.l.: s.n.
- TCM Group A/S, 2025. *HISTORIEN TCM Group*. [Online]
Available at: <https://www.tcmgroup.dk/da/om-os>
[Senest hentet eller vist den 10 03 2025].
- Vestjysk Bank A/S, u.d. *Vestjysk Bank netbank*. [Online]
Available at: <https://www.vestjyskbank.dk/>
[Senest hentet eller vist den 28 04 2025].
- Viallet, H. &., 2022. *Finance for Executives*. 4 ed. Hampshire: Cengage Learning, EMEA.
- Ørkild, K., 2024. *Renten skaber usikkerhed hos Køkkengigant*. [Online]
Available at: https://www.wood-supply.dk/article/view/1084112/renten_skaber_usikkerhed_hos_kokkengigant
[Senest hentet eller vist den 12 2 2025].

Bilagsoversigt

Bilag 1 – Resultatopgørelse i perioden 2020-2024

Resultatopgørelse										
Tusind kr.	2024		2023		2022		2021		2020	
Nettoomsætning (Revenue)	1.203.783		1.111.346		1.146.052		1.108.274		1.024.588	
- Vareforbrug (COGS)	948.377	79%	893.015	80%	915.403	80%	856.037	77%	751.769	73%
Bruttofortjeneste (Gross profit)	255.406		218.331		230.649		254.601		272.819	
- Personale og andre eksterne omkostninger	129.511	51%	140.964	65%	115.785	50%	99.236	39%	116.761	43%
<i>Justeret EBITDA</i>	<i>125.895</i>		<i>85.271</i>		<i>121.342</i>		<i>154.674</i>		<i>161.058</i>	
Resultat før af-og nedskrivninger (EBITDA)	125.895		77.367		114.864		155.365		156.058	
- Afskrivninger	35.587	28%	31.572	41%	17.951	16%	16.918	11%	21.341	14%
<i>Justeret EBIT</i>	<i>90.308</i>		<i>55.610</i>		<i>103.391</i>		<i>137.756</i>		<i>139.717</i>	
Resultat før finansielle poster (EBIT)	90.308		45.795		96.913		138.447		134.717	
Resultatandel efter skat i ass. Virksomheder	5.733		2.194		1.263		554		-	
Finansielle indtægter	1.190		1.538		440		337		269	
- Finansielle omkostninger	27.788		22.435		9.215		3.600		4.266	
Resultat før skat	69.443		27.092		89.401		135.738		130.720	
- Skat	11.768	17%	5.570	21%	18.909	21%	25.029	18%	28.477	22%
Resultat efter skat	57.675		21.522		70.492		110.709		102.243	
<i>Anvendte årsrapporter</i>	<i>2024</i>		<i>2024</i>		<i>2023</i>		<i>2022</i>		<i>2021</i>	

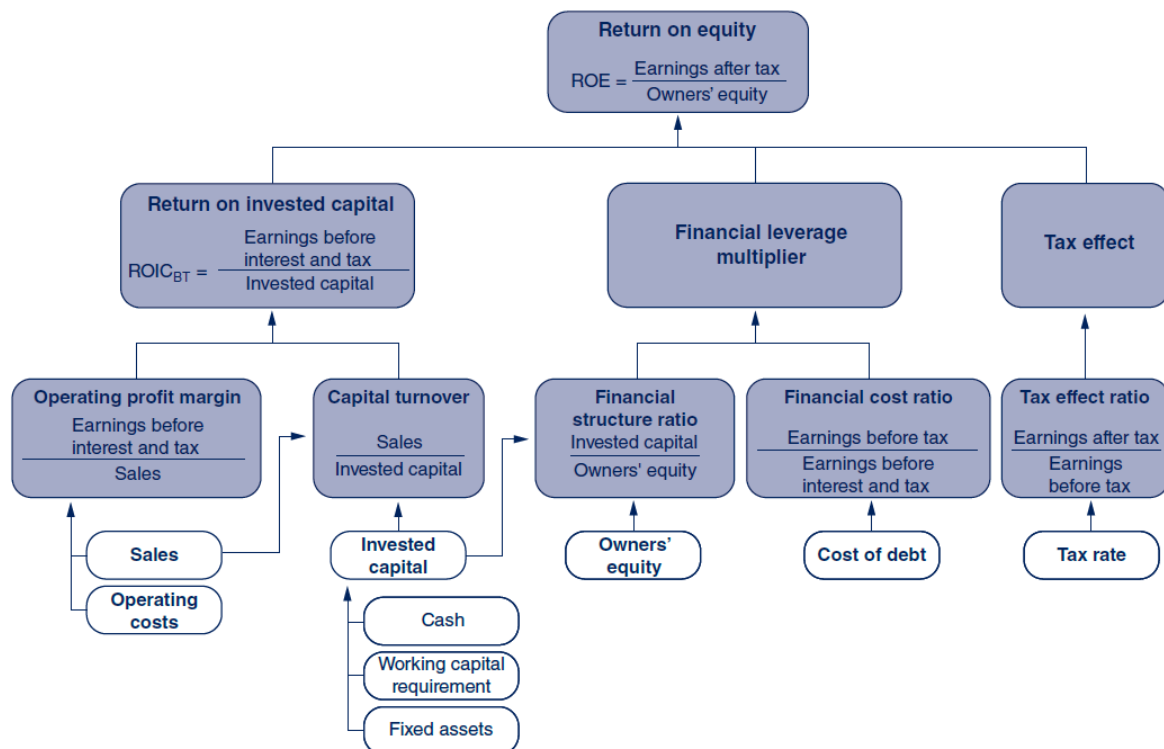
Bilag 2 – Balance i perioden 2020-2024

Aktiver					
Tusind kr.	2024	2023	2022	2021	2020
Langfristet aktiver					
Goodwill	411.998	411.998	369.796	369.796	369.796
Varemærker og navnerettigheder	177.211	178.711	171.961	171.961	171.961
Andre immaterielle aktiver	102.894	81.613	14.081	4.561	1.697
Immaterielle aktiver i alt	692.103	672.322	555.838	546.318	543.454
Grunde og bygninger	127.352	128.925	95.126	85.101	87.113
Materielle aktiver under opførelse og forudbetalinger	10.656	6.130	1.119	11.774	11.855
Maskiner og andet teknisk udstyr	53.345	53.985	42.542	42.524	27.696
Udstyr, værktøj, inventar og tilbehør	5.113	7.138	5.707	6.622	6.588
Brugsretsaktiver	39.494	41.458	35.169	-	-
Materielle aktiver i alt	235.960	237.635	179.664	146.021	133.252
Kapitalandele i ass. virksomheder	49.793	47.994	48.702	47.439	-
Leasingaktiver	7.587	10.838	16.394	-	-
Andre finansielle aktiver	8.256	11.024	10.420	8.524	13.239
Finansielle aktiver i alt	65.636	69.856	75.515	55.963	13.239
Langfristet aktiver i alt	993.699	979.813	811.017	748.302	689.944
Kortfristede aktiver					
Råvarer og hjælpematerialer	49.431	47.818	41.075	46.104	25.359
Halvfabrikata	27.341	34.885	28.647	21.929	16.070
Færdige produkter	12.375	9.834	10.980	9.731	6.827
Varelager i alt	89.147	92.537	80.702	77.764	48.256
Tilgodehavender fra salg	57.914	80.585	40.984	28.235	24.395
Leasingaktiver	6.714	8.488	8.312	-	-
Tilgodehavender fra ass. virksomheder	1.923	1.919	-	-	-
Andre tilgodehavender	26.372	23.065	21.888	31.505	23.742
Skattetilgodehavender	-	-	-	6.395	5.038
Periodeafgrænsningsposter	1.676	1.180	2.932	3.235	438
Kortfristede tilgodehavender i alt	94.599	115.237	74.115	69.370	53.611
Likvid beholdning	29.099	13.285	4.392	11.884	125.855
Aktiver hold til salg	-	-	-	-	11.785
Kortfristet aktiver i alt	212.845	221.060	159.210	159.019	239.507
Aktiver i alt	1.206.544	1.200.873	970.227	907.321	929.451

Passiver					
Tusind kr.	2024	2023	2022	2021	2020
Aktiekapital	1.051	1.051	914	1.000	1.000
Reserver	-7	-12.087	-12.087	-135.976	-
Værdireguleringer af pengestrømssikringer	99	-916	-916	-29	-614
Overført overskud	557.019	541.605	432.718	500.292	443.987
Foreslået udbytte for regnskabsåret	31.322	-	-	54.404	130.000
Egenkapital i alt	589.484	529.653	420.629	419.691	574.373
Udskudt skat	66.629	68.032	53.393	53.692	53.220
Kreditinstitutter, langfristet	35.220	22.726	25.060	27.825	30.630
Bankgæld, lanfristet	193.607	145.346	-	-	9.716
Leasingforpligtelser	43.703	48.150	48.813	15.189	24.051
Anden gæld	43.000	52.500	483	1.132	24.187
Langfristet gæld i alt	382.159	336.755	127.748	97.838	141.804
Kreditinstitutter, kortfristet	1.236	2.529	2.766	2.804	2.813
Bankgæld, kortfristet	21.759	92.982	200.329	160.701	9.925
Leasingforpligtelser	12.291	14.198	11.973	11.222	10.885
Leverandørgæld	122.285	144.710	151.892	2.985	-
Gæld til ass. virksomheder	-	-	115	158.924	125.370
Aktuelle skatteforpligtelser	1.408	1.665	3.564	928	-
Anden gæld	75.629	77.797	51.211	52.227	55.242
Periodeafgrænsningsposter	293	584	-	-	9.038
Kortfristet gæld i alt	234.901	334.465	421.849	389.792	213.274
Forpligtelser i alt	617.060	671.220	549.598	487.630	355.078
Passiver i alt	1.206.544	1.200.873	970.227	907.321	929.451
Anvendte årsrapporter	2024	2024	2023	2022	2021

Bilag 3 – The Drivers of Return on Equity

EXHIBIT 6.7 The Drivers of Return on Equity.



(Viallet, 2022)

Bilag 4 – Bloomberg

TCM Group A/S				High	126.00 on	03/31/22
Range	03/31/2022 - 03/31/2025	Period	Daily	Low	36.50 on	11/13/23
Fields	Last Price	Volume	Currency	DKK	Average	66.6125 8,313
View	Price Table			Net Chg	-49.00	-38.89%

Novo Nordisk A/S				High	1,028.00 on	06/25/24
Range	03/31/2022 - 03/31/2025	Period	Daily	Low	365.45 on	05/19/22
Fields	Last Price	Volume	Currency	DKK	Average	627.596 3,271,827
View	Price Table			Net Chg	95.35	25.46%

TCM:

$$66,6125 \text{ DKK} \cdot 8.313 \text{ stk.} = 553.750 \text{ DKK}$$

Novo Nordisk A/S:

$$627,596 \text{ DKK} \cdot 3.271.827 \text{ stk.} = 2.053.385.538 \text{ DKK}$$

Svarende til at TCM's aktie omsætning udgør 0,027% af Novos aktie omsætning.

$$\frac{553.750}{2.053.385.538} * 100 = 0,027\%$$

Bilag 5 – Interview med Morten Pank

Interview med Morten Pank, som er medejer og administrerende direktør af Svane Køkkenet Midtjylland A/S. Lydfil er uploadet særskilt ved navnet *Interview med Morten Pank*.