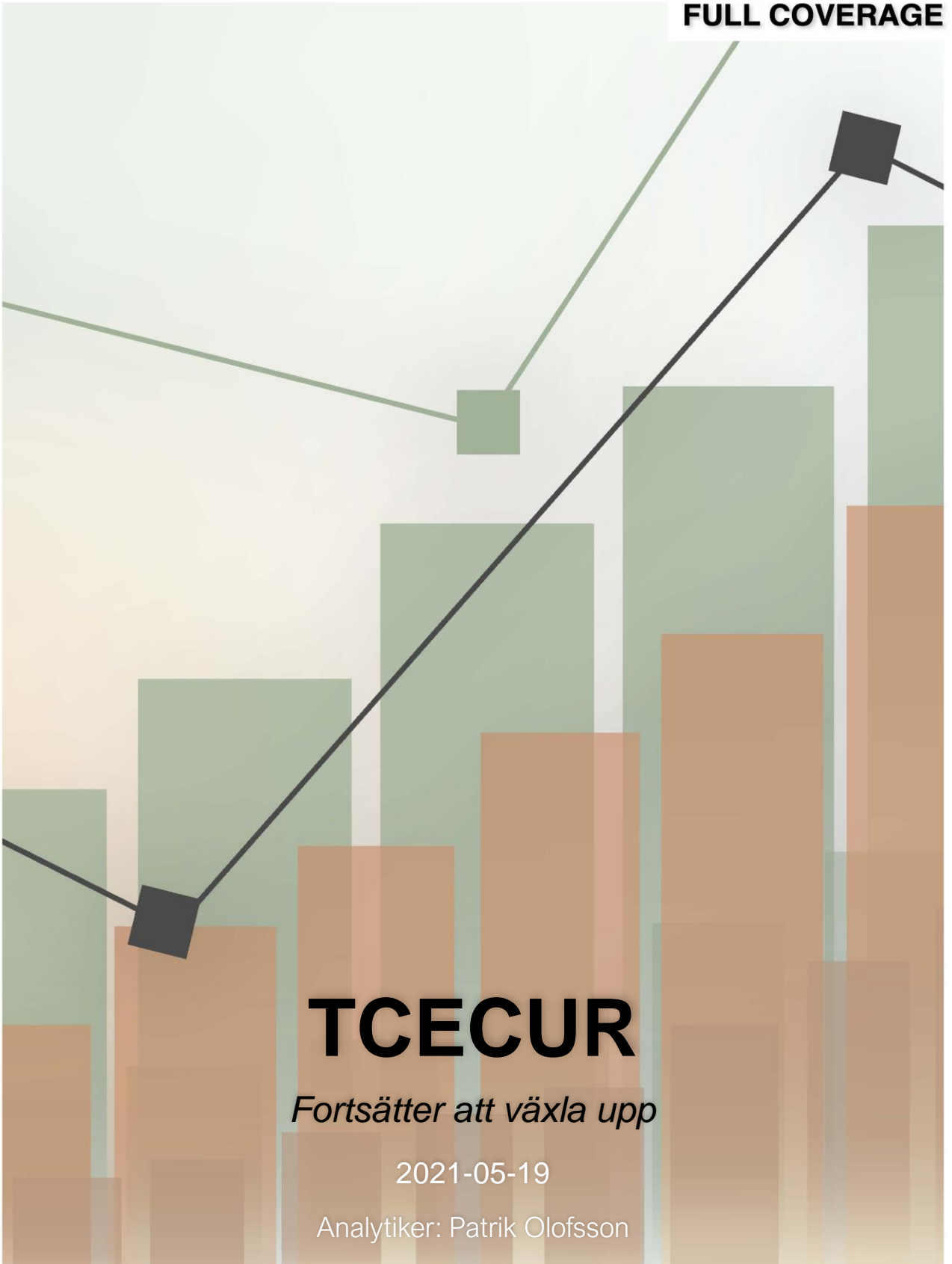


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## TCECUR

*Fortsätter att växla upp*

2021-05-19

Analytiker: Patrik Olofsson

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

TCECUR Sweden AB ("TCECUR" eller "Koncernen") är en teknikorierad säkerhetskoncern med lång historik och erfarenheter från leveranser till stora koncerner och den offentliga sektorn. TCECUR består idag av fem dotterbolag, alla specialiserade inom olika områden av säkerhet som levererar avancerade säkerhetssystem och säker kommunikation till samhällets mest krävande kunder. Erbjudanden består av en kombination av egna produkter och lösningar, samt genom agenturer från världsledande producenter. Koncernen består av dotterbolagen TC Connect Norge, TC Connect Sverige, AWT, Mysec och Automatic Alarm.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

|                    |       |
|--------------------|-------|
| Introduktion       | 4     |
| Kommentar Q1-21    | 5     |
| Investeringsidé    | 6     |
| Bolagsbeskrivning  | 7     |
| Marknadsanalys     | 8-9   |
| Finansiell prognos | 10-12 |
| Värdering          | 13    |
| Bull & Bear        | 14    |
| Ledning & styrelse | 15-16 |
| Appendix           | 17    |
| Disclaimer         | 18    |

## VÄRDEDRIVARE

7 av 10

Tillväxt, kostnadsförbättringar, ökad lönsamhet och nya förvärv är värde drivarna för TCECUR under 2021. TCECUR är en teknikkoncern och givet fortsatt ökad rörelsemarginal i linje med senaste kvartal, och fortsatt tillväxt, finns utrymme för uppvärdering. Under avslutningen av 2020 uppvisade samtliga dotterbolag inom Koncernen lönsamhet, varpå vi anser att grunden är lagd och bågen spänd för att TCECUR ska kunna nå nya nivåer under kommande kvartal. Med Q1-rapporten för 2021 presenterad står det klart att koncernen har fortsatt bra vind i seglen.

## HISTORISK LÖNSAMHET

6 av 10

TCECUR är en koncern under uppbyggnad och under de senaste åren har flera dotterbolag tillkommit successivt. TC Connect Norge har tidigare tyngt lönsamheten men har under framförallt 2020 vänt runt och visar nu bra lönsamhet, vilket innebär att samtliga av Koncernens befintliga dotterbolag har positiva marginaler. Vi bedömer att utrymme fortsatt finns för ännu högre marginal inom Koncernen, angivet betyg är dock endast baserat på historik och är ej framåtblickande.

## LEDNING & STYRELSE

7 av 10

Nuvarande ledningsgrupp har lång erfarenhet från sina branscher. Styrelsen har olika kompetensområden som kan komplettera varandra väl nu när Koncernen ska växa både organiskt och genom nya förvärv. Tillsammans äger koncernledningen, styrelsen och ledningspersonal i dotterbolagen större delen av aktierna i TCECUR. Klas Zetterman, VD sedan våren 2020, klev in i sin roll med imponerande erfarenheter och har enligt vår bedömning gjort ett bra arbete under de senaste kvartalen med att vidareutveckla TCECUR och lyfta Koncernen till nya nivåer.

## RISKPROFIL

3 av 10

TCECUR:s dotterbolag har existerat under en längre tid som separata företag och har etablerade leverantörer och kunder. Framöver ska TCECUR fortsätta förvärva, vilket i sig resulterar i utmaningar. Vidare är det av stor vikt att samtliga dotterbolag fortsatt kan bidra till en ökad marginal. TCECUR:s finansiella position är god med en soliditet på 50 % och kassa om ca 16 MSEK. Under januari – december 2020 var det operativa kassaflödet positivt och LTM understiger dessutom Net Debt/EBITDA 2,5x och uppgår nu till 1,9x, vilket bidrar till en sänkt riskprofil.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

**Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

**Riskprofil** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

# TCECUR SWEDEN AB (TCC)

## FORTSÄTTER ATT VÄXLA UPP



Under första kvartalet 2021 steg försäljningen med 30 %, rörelsemarginalen ökade med tre procentenheter och sett till Koncernens skuldsättning minskade denna med 10 %. Den finansiella positionen är fortsatt god och med en orderbok om 85 MSEK vid ingången av andra kvartalet har TCECUR fortsatt vind i seglet. För 2021 estimerar vi en nettoomsättning om 236 MSEK, med ett EBITDA-resultat om ca 21 MSEK. Utifrån en målmultipel om EV/EBITDA 16, ser vi ett fortsatt motiverat värde per aktie om 46 kr (46) på 2021 års prognos i ett Base scenario.

### Första kvartalet levererade en stark försäljning

Under Q1-21 uppgick omsättningen till ca 58 MSEK (45), motsvarande en ökning om 30 % Y-Y, med ett EBITDA-resultat om 3,6 MSEK (1,5). TCECUR har därmed fått en bra start på året, vilket även går i linje med vår prognos. Jämfört med Q4-20 har även Koncernens totala rörelsekostnader minskat med 6 %, vilket således också bidragit positivt till det stärkta rörelseresultatet. På EBIT-nivå levererade TCECUR ett resultat om 0,7 MSEK (-0,8), motsvarande en EBIT-marginal om 1,1 %. Att dessutom orderboken nu uppgår till 85 MSEK (56) talar dels för en stark tillväxt under kommande kvartal, dels ser vi ökningen om 51 % mot jämförbar period som ett rejält styrketecken, särskilt med tanke på att senaste året präglats av Covid-19. Ser vi till andra noterade säkerhetsaktörer som t.ex. Securitas och Tempest Security, sticker verkligen TCECURs prestation under Q1-21 ut.

### D/E-ratio understiger 0.2x

Under inledningen av året har Koncernens räntebärande skulder minskat med 10 %, från 50,6 MSEK vid utgången av december till 45,4 MSEK vid utgången av mars. Utifrån ett Market Cap om 230 MSEK motsvarar det en D/E-ratio om 0.2x. Vi ser även att detta gett en positiv effekt på Koncernens finansiella kostnader, vilka minskade till -0,8 MSEK (-1,9). Under kommande kvartal räknar vi med att dessa kan fortsätta minska, vilket bidrar till att stärka resultatet på sista raden.

### Fler förvärv ligger i korten

Utifrån en redan stabil finansiell position, samt förslaget till årsstämman om bemyndigande för att besluta om nyemission av aktier till ett marknadsvärde om 75 MSEK, är det rimligt att anta att fler förvärv kan komma att ske under året. Historiskt har TCECUR varit framgångsrika i att både identifiera, såväl som integrera, nya dotterbolag i koncernen, så att dessa kan fortsätta växa i en allt högre takt och med stigande lönsamhet.

### Vi behåller vårt värderingsintervall

TCECUR utvecklas i linje med våra förväntningar och i samband med Q1-rapporten har vi gjort vissa justeringar i våra prognoser som nu sträcker sig till slutet av år 2022. Vi väljer att behålla vårt tidigare värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base-, Bull- och Bear.

**AKTIEKURS** | 36,2 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2021 ÅRS PROGNOS

**BEAR**  
25 kr

**BASE**  
46 kr

**BULL**  
54 kr

| TCECUR SWEDEN AB                              |                |              |              |              |
|---|----------------|--------------|--------------|--------------|
| Stängningskurs (2021-05-17)                   | 36,2           |              |              |              |
| Antal Aktier (st.)                            | 6 153 648      |              |              |              |
| Market Cap (MSEK)                             | 230,3          |              |              |              |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)                 | 29,5           |              |              |              |
| Enterprise Value (MSEK)                       | 259,8          |              |              |              |
| V.52 prisintervall (SEK)                      | 15,5 – 40,2    |              |              |              |
| UTVECKLING                                    |                |              |              |              |
| 1 månad                                       | -3,1 %         |              |              |              |
| 3 månader                                     | +1,1 %         |              |              |              |
| 1 år  | +108,0 %       |              |              |              |
| YTD   | +8,3 %         |              |              |              |
| HUVUDÄGARE (KÄLLA: EUROCLEAR, PER 2020-12-31) |                |              |              |              |
| Arbona AB (publ)                              | 29,5 %         |              |              |              |
| SEC Management AB                             | 11,7 %         |              |              |              |
| Avanza Pension)                               | 9,7 %          |              |              |              |
| Nordnet Pension                               | 9,0 %          |              |              |              |
| Klas Zetterman                                | 5,1 %          |              |              |              |
| VD OCH ORDFÖRANDE                             |                |              |              |              |
| Verkställande Direktör                        | Klas Zetterman |              |              |              |
| Styrelseordförande                            | Ole Oftedal    |              |              |              |
| FINANSIELL KALENDER                           |                |              |              |              |
| Kvartalsrapport #2 2021                       | 2021-08-16     |              |              |              |
| PROGNOS (BASE), MSEK                          |                |              |              |              |
|   | 2019           | 2020         | 2021E        | 2022E        |
| Totala intäkter                               | 204,6          | 191,8        | 237,7        | 266,6        |
| <b>Bruttoresultat</b>                         | <b>106,5</b>   | <b>106,1</b> | <b>132,5</b> | <b>149,6</b> |
| Bruttomarginal                                | 51,6%          | 54,6%        | 55,4%        | 55,7%        |
| <b>EBITDA</b>                                 | <b>7,9</b>     | <b>14,9</b>  | <b>20,5</b>  | <b>24,2</b>  |
| EBITDA-marginal                               | 3,9%           | 7,9%         | 8,7%         | 9,2%         |
| <b>Nettoresultat</b>                          | <b>-4,7</b>    | <b>1,1</b>   | <b>6,6</b>   | <b>12,8</b>  |
| Nettomarginal                                 | -2,3%          | 0,6%         | 2,8%         | 4,9%         |
| P/S   | 1,1            | 1,2          | 1,0          | 0,9          |
| EV/S  | 1,3            | 1,4          | 1,1          | 1,0          |
| EV/EBITDA                                     | 32,8           | 17,4         | 12,7         | 10,8         |
| EV/EBIT                                       | -49,2          | 212,3        | 34,7         | 17,9         |

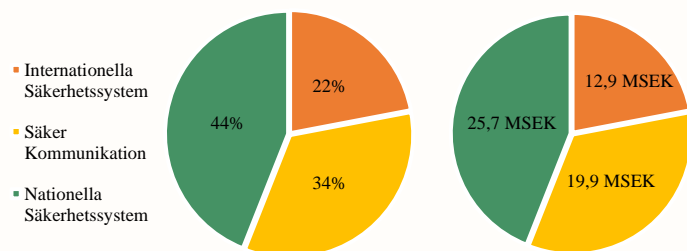
# KOMMENTAR Q1-21

**30 %**  
FÖRSÄLJNINGSS-  
TILLVÄXT..  
... VARAV 8 %  
ORGANISK

Under första kvartalet 2021 uppgick nettoomsättningen till ca 58,4 MSEK (45,0), motsvarande en ökning om cirka 30 % Y-Y, med ett EBIT-resultat om +0,7 MSEK (-0,8). Den ökade omsättningen förklaras bl.a. av att TCECUR successivt har kunnat ökat koncernens andel återkommande intäkter, bra utveckling i dotterbolagen samt att förvärvet av Automatic Alarm, vilket genomfördes under hösten 2020, har bidragit positivt. Justerat för Automatic Alarm uppgick den organiska tillväxten under Q1-21 till 8 %. I samband med dagens rapport framgår det att TCECUR från och med nu kommer att särredovisa sin verksamhet i olika affärssegment, vilka fördelas in i tre områden; *Säker Kommunikation, Nationella Säkerhetssystem och Internationella Säkerhetssystem.*

Under Q1-21 var omsättningen fördelad enligt följande mellan TCECURs affärssegment.

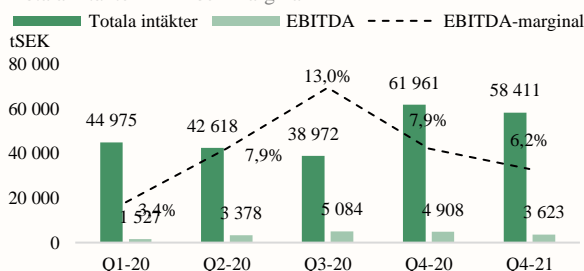
Intäktsfördelningen mellan segment, Q1-21



Källa: TCECUR

Under första kvartalet uppgick den totala tillväxten till 30 %, varav den organiska tillväxten uppgick till 7 %.

Totala intäkter EBIT och marginal



Källa: TCECUR

**85 MSEK**  
ORDERBOK  
INFÖR Q2-21

Utöver en god tillväxt under Q1-21 var orderingen stark och uppgick till nära 63 MSEK (30), en ökning med cirka 109 % jämfört med samma period 2020. Inför Q2-21 uppgick orderboken till cirka 85 MSEK (56), vilket är 51 % högre jämfört med samma period 2020 och därmed även högre än vid ingången av årets början. Detta, tillsammans med en stark finansiell position, ger bra förutsättningar för fortsatt positiv utveckling under kommande kvartal.

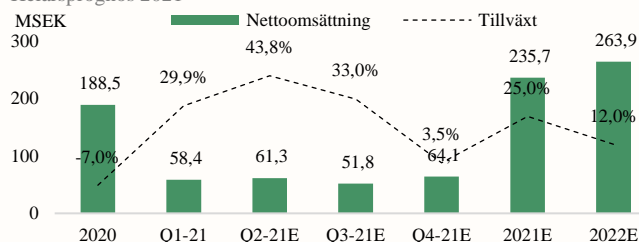
Med Q1-rapporten presenterad står det även klart att TCECUR har minskat sina räntebärande skulder, vilket även fått en effekt i koncernens räntekostnader, något som vi också har utgått ifrån i våra prognoser för Koncernen under 2021. De finansiella kostnaderna uppgick till -0,8 MSEK (-1,9) under Q1-21, vilket således är en klar förbättring mot Q1-20. Det i sin tur bidrar till att stärka resultatet på sista raden, något vi estimerar kommer att fortsätta under året. Utöver fortsatt tillväxt under lönsamhet ser vi chanserna som goda att det kan komma att dyka upp ytterligare förvärv under året, något vi ser positivt på i och med TCECURs starka track record. Så här skriver Klas Zetterman i sitt VD-ord: "Förutom en stark tillväxt, förbättringar och investeringar i våra portföljbolag, så arbetar vi aktivt med förvärv. Med en stabil finansiell position, nära samarbete med vår huvudbank och huvudägare föreslår styrelsen till årsstämman att bemyndigas att besluta om nyemission av aktier till ett marknadsvärde om högst 75 MSEK för att möjliggöra ytterligare förvärv."

## Vi lämnar vårt värderingsintervall oförändrat

TCECUR utvecklas i linje med våra förväntningar och under kommande kvartal bedömer vi att utrymme finns för fortsatt försäljningstillväxt och ökad lönsamhet i verksamheten. I samband med Q1-rapporten har vi gjort vissa justeringar i våra prognoser, samtidigt som vi lämnat vårt värderingsintervall i samtliga tre scenarion, Base-, Bull- och Bear, oförändrat.

I samband med senaste kvartalsrapporten har vi gjort vissa justeringar i våra prognoser, men valt att lämna vårt värderingsintervall oförändrat.

Helårsprognos 2021



Källa: Analyst Group

Värderingsintervall före vs. efter Q1-rapporten 2021

| Värderingsintervall       | Före Q1-21 | Efter Q1-21 | Förändring |
|---------------------------|------------|-------------|------------|
| Base scenario (per aktie) | 46 kr      | 46 kr       | 0 kr       |
| Bull scenario (per aktie) | 54 kr      | 54 kr       | 0 kr       |
| Bear scenario (per aktie) | 25 kr      | 25 kr       | 0 kr       |

Källa: Analyst Group

# INVESTERINGSIDÉ

## Säkerhetsmarknaden växer

Den teknologiska och digitala utvecklingen resulterar i ökade krav på säkerhet och tillförlitlighet, där aktörer globalt investerar i identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, övervakning och styrning av säkra kommunikationslösningar. Marknadstillväxten för säkerhetslösningar förväntas drivas av flera faktorer, bl.a. ett ökat behov av att skydda individer såväl som egendom och data, högre betalningsvilja, ökad efterfrågan på användning av trådlös teknik och en större användning av IoT-baserade lösningar. Enligt MarketsandMarkets (2019) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 258 mdUSD år 2019 till ca 398 mdUSD år 2024, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 9%. TCECUR adresserar flera branscher och aktörer där kraven på säkerhet är hög, bl.a. inom globala finansinstitut, stora produkt- och tjänsteföretag, samhällskritiska organisationer m.fl. TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. Under år 2020 gick de svenska dotterbolagen från klarhet till klarhet, samtidigt som den norska verksamheten genomgått ett omfattande omställningsarbete till att fokusera på mindre ordervolymer men med bättre lönsamhet. Även Norgeselementet visar lönsamhet och med en stabil försäljning från de svenska dotterbolagen i kombination med en fortsatt stärkt marginal från TC Connect Norge finns de organiska förutsättningarna för att TCECUR-aktien ska kunna klättra vidare. Med en nyligen presenterad Q1-rapport för 2021, där försäljningen steg med 30 % och EBITDA-marginalen uppgick till ca 8 %, är det tydligt att Koncernen har fortsatt bra momentum.

## TCECUR ska växa både organiskt och genom förvärv

TCECUR är en koncern som består av säkerhetsorienterade dotterbolag, verksamma inom marknader som radiokommunikation i säkra miljöer, högteknologiska och biometriska säkerhetssystem inom övervakning, passersystem, larm och kontrollrum. TCECURs affärsmodell har likheter med aktörer som Lagercrantz, Indutrade och Addtech, där lönsamma företag med god tillväxt identifieras, förvärvas och integreras som ett fristående dotterbolag inom koncernen. Genom att ingå i koncernen kan synergier uppstå, samtidigt som den decentraliserade organisationsstrukturen skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt där dotterbolagen styrs under egen ledningsgrupp. Likt Lagercrantz, Indutrade och Addtech har TCECUR möjligheten att identifiera förvärvsobjekt till låga värderingsmultiplar (t.ex. 5-7 gånger rörelsevinsten), varefter de förvärvade bolagen får samma värdering som det förvärvade bolaget efter att de konsoliderats med koncernen (multipelarbiterage).

## Automatic Alarm – senaste förvärvstillskottet

Den 1 oktober 2020 tillträdde TCECUR 100 % av aktierna i Automatic Alarm där förvärvet är ett led i TCECURs tillväxtstrategi. Automatic Alarms omsättning uppgick under år 2019 till ca 38 MSEK med ett EBITDA-resultat om ca 2,7 MSEK. Verksamheten bedrivs från Hammarby i Stockholm och antalet anställda uppgår till 30 personer. Med Automatic Alarm medräknat bedöms som sagt TCECUR-koncernens EBITDA-resultat proforma uppgått till ca 15,8 MSEK och omsättningen till 235 MSEK räknat rullande tolv månader mellan den 1 juli 2019 och den 30 juni 2020, tillsammans med de övriga rörelsedrivande dotterbolagen Mysec, AWT och TC Connect-bolagen. Automatic Alarm tillför således bra intäcks- och resultatbidrag, samtidigt som förvärvet kan tillföra både intäcks- och kostnadssynergier inom TCECUR-koncernen. Som senaste tillskott inom Koncernen har Automatic Alarm dessutom rivstartat, med en hög försäljningstillväxt.

## Nytt dotterbolag på gång under Q3-21

I samband med Q1-rapporten 2021 meddelade TCECUR att de fattat beslut om att starta ett nytt dotterbolag: *Lampport AB*, som kommer att erbjuda marknaden en helautomatisk larmförmedlingstjänst till företag, kommuner och organisationer. Planen är att lansera bolaget under Q3-21, där föregångaren till Lampports larmportal har varit i drift genom TCECURs dotterbolag Mysec de senaste 10 åren och idag är över 3 000 anläggningar uppkopplade och över 34 miljoner larmhändelser har förmedlats. Genom Lampport öppnas en form av mjukvarutjänst och *SaaS-modell* upp, vilket möjliggör återkommande intäkter med bra marginal. Eftersom att Lampports lösning är kompatibel med i stort sett alla moderna säkerhetssystem som förmedlar larmhändelser på marknaden, resulterar det i en minst sagt omfattande adresserbar marknad.

## Sammanfattad prognos

I ett Base scenario prognostiseras TCECUR år 2021 omsätta ca 236 MSEK med ca 9 % EBITDA-marginal. Baserat på en relativvärdering, används EV/EBITDA 16 som målmultipl. Givet antagen kapitalstruktur, erhålls ett potentiellt värde om 46 kr per aktie på 2021 års prognos.

**9 %**  
I ÅRLIG  
MARKNADS-  
TILLVÄXT

**~236 MSEK**  
ESTIMERAD  
OMSÄTTNING  
ÅR 2021

# BOLAGSBESKRIVNING

TCECUR är en teknikorienterad koncern inom säkerhet med lång historik och erfarenhet av leveranser till stora företag och den offentliga sektorn. TCECUR:s modell är att bygga en plattform för tillväxt, där de individuella dotterbolagen i hög utsträckning har kvar sin autonomi, samtidigt som de får stöd från koncernledningen och genom samarbete med övriga bolag inom koncernen. Dotterbolagen drar nytta av synergier inom t.ex. inköp, bemanning och kunskapsöverföring och koncernledningen ger stöd i strategiska frågor såsom tilläggsförvärv, expansion och finansiella frågeställningar. Med dessa parametrar och en entreprenörsfokuserad modell, skapas rätt förutsättningar för att dotterbolagen ska kunna fortsätta växa vidare.

## Finansiella mål Koncernen

TCECUR har uttalat följande långsiktiga finansiella mål:

### Tillväxt

Den genomsnittliga omsättningstillväxten ska över en konjunkturcykel uppgå till 10 %.

### Lönsamhet

Den genomsnittliga EBIT-marginalen ska över en konjunkturcykel uppgå till 10 %.

### Skuldsättning

Nettoskulden ska vara högst 2,5x i förhållande till EBITDA över en konjunkturcykel.

## Dotterbolag i Koncernen



VD

Andreas Bergström

Den 1 oktober 2020 tillträdde TCECUR 100 % av aktierna i Automatic Alarm i Stockholm AB. Det ursprungliga Automatic Alarm etablerades redan år 1947 som ett av Sveriges första larmföretag, och efter uppköp och diverse fusioner, försvann bolaget en tid från branschen för att sedan återuppstå i dess nuvarande form 2007. Automatic Alarm erbjuder säkerhetslösningar inom inbrottslarm, passersystem, kameraövervakning, brandlarm, lås och större kundanpassade projekt där kunderna bl.a. återfinns inom den offentliga sektorn, t.ex. kommuner, skolor och äldreboenden, samt fastighets- och byggföretag.



VD

Per Lindstrand

Den 1 augusti 2017 förvärvades samtliga aktier i Access World Technic AB som är ett svenskt säkerhetsbolag med verksamhet inom övervakning, identifikation, biometri och passersystem. AWT har världsledande leverantörer som Honeywell, Tyco Software House, Techsphere, HID Global, Axis och American Dynamics. Kunderna är bl.a. OKG, Citibank, Johnson & Johnson och GoPro. AWT arbetar efter affärsmodellen att leverera, driftsätta och bedriva service samt support till sina kunder och företag. Under juni 2019 förvärvade AWT tyska Comex för ca 1 MSEK.



VD

Toste Hedlund

Mysec utvecklar, installerar, driftar och underhåller avancerade säkerhetssystem till företag och den offentliga sektorn. Med en stark position i Stockholmsregionen har företaget byggt långvariga kundrelationer med dokumenterat hög leverans kvalitet. Mysec redovisar följande viktiga referenskunder: Arla, SISAB, ICA, Botkyrka kommun, Stockholms Stad, SATS, och en större svensk klädkedja. Under juni 2019 förvärvade Mysec företaget Larmator, Larmator omsätter ca 7 MSEK med en ensiffrig rörelsemarginal.



VD

Robert Birgersson

**TC Connect Sverige** bedriver flera mindre projekt där leveranstiderna generellt är kortare. Juni 2017 förvärvade TC Connect Sverige företaget RA Kommunikationsteknik AB (RAKOM). RAKOM, som specialiserar sig på radioteknik i Sverige, är tidigare underleverantör till TC Connect Sverige, varför förvärvet har bidragit till efterföljande kostnadssynergier, såväl som ökade intäkter.



VD

Harald Bergby

**TC Connect Norge** adresserar numera likt TC Connect Sverige mindre projekt med generellt kortare leveranstider, där en ny affärsmodell implementerades under 2019/2020 som innebär högre fokus på lönsamhet snarare än volym. Exempel på tidigare projekt består av bl.a. Avinor (terminal- och kontrollrumslösningar för Bergen och Oslo flygplats) och Oslos spårväg. Fokus nu är på egna nätverk och service med långa kundavtal.

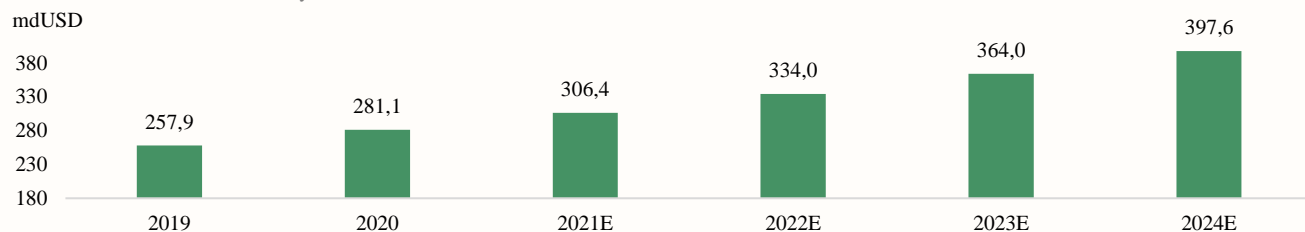
# MARKNADSANALYS

## Tillväxten i säkerhetsmarknaden drivs av flera faktorer

Marknadstillväxten för säkerhetslösningar förväntas drivas av flera faktorer, bl.a. ett ökat behov av att skydda individer såväl som egendom och data, ökad medvetenhet hos konsumenter och säkerhetskänslighet, högre betalningsvilja, ökad efterfrågan på användning av trådlös teknik och en större användning av IoT-baserade lösningar. Den ökade förekomsten av stöldbrott, av både fysisk karaktär såväl som av data och information, har lett till ett större behov av säkerhetssystem. Företag investerar idag stora belopp för att skydda känslig data och deras anställda, t.ex. blir användandet av åtkomstkontrollsystem och biometriska säkerhetssystem allt vanligare. Sådana säkerhetslösningar förhindrar obehörig åtkomst och därigenom kan egendom och även människor skyddas från oönskade händelser. Enligt MarketsandMarkets (2019) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 258 mdUSD år 2019 till ca 398 mdUSD år 2024, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 9,0%.<sup>1</sup>

**Flera faktorer driver marknadstillväxten och trenden pekar på att allt mer högteknologiska säkerhetssystem efterfrågas.**

Globala marknaden för säkerhetssystem, 2019-2024E



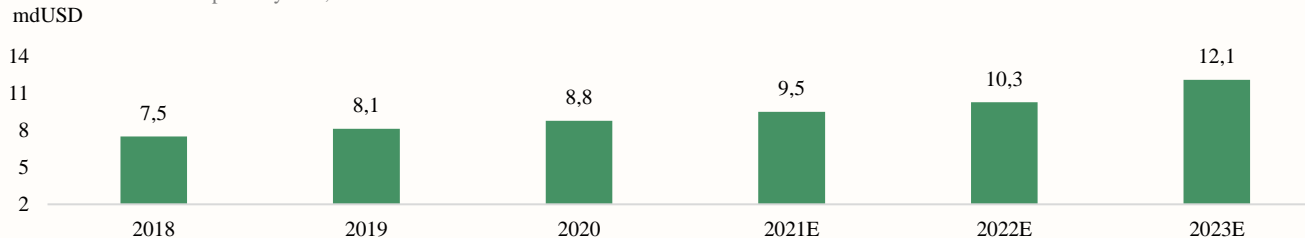
Källa: MarketsandMarkets, 2019.

Den globala marknaden för trådlösa säkerhetssystem förväntas växa årligen (CAGR) med ca 11% under perioden 2017 till 2023, för att nå ett marknadsvärde om 140 mdUSD år 2023.<sup>2</sup> Marknadstillväxten drivs av ökad efterfrågan på säkerhetsåtgärder, ökad användning av IoT-lösningar och nya möjligheter att applicera trådlös teknik. Nya tekniska framsteg, som bidrar till att utveckla kostnadseffektiva säkerhetssystem, kan stimulera marknadstillväxten ytterligare. Trådlösa säkerhetssystem har flera applikationsområden och kan bl.a. bidra med en högre säkerhet för kritiska infrastrukturprojekt.

Marknaden för passer- och kontrollsystem förväntas nå ett värde om ca 12 mdUSD år 2023, motsvarande årlig tillväxttakt (CAGR) 8,2%.<sup>3</sup> Marknadstillväxten drivs bl.a. av den globalt växande efterfrågan på säkerhetslösningar, tekniska framsteg och ny användning av trådlös teknik i säkerhetssystem och ökad användning av IoT-baserade säkerhetssystem.

**Efterfrågan på säkra passersystem väntas öka, och med tekniska framsteg kan nya lösningar erbjudas.**

Globala marknaden för passersystem, 2018-2023E



Källa: MarketsandMarkets, 2019.

Enligt MarketsandMarkets uppskattas marknaden för videoövervakning växa från 45,5 mdUSD till 74,6 mdUSD år 2025.<sup>4</sup> Implementering av videoanalys, ökad installation av videoövervakningssystem, användning av molnbaserade tjänster för centraliserad data, användning av högupplösta kameror och behovet av fysisk säkerhet anges som de viktigaste faktorerna för marknadstillväxten.

<sup>1</sup>MarketsandMarkets, 2019, Security Solutions Market worth \$397.6 billion by 2024

<sup>2</sup>Global Wireless Security System Market, 2020, By Type

<sup>3</sup>MarketsandMarkets, 2019, Access Control Market by Component - Global Forecast to 2023

<sup>4</sup>Security World Market, 2020, Video surveillance market by system - Global forecast to 2025



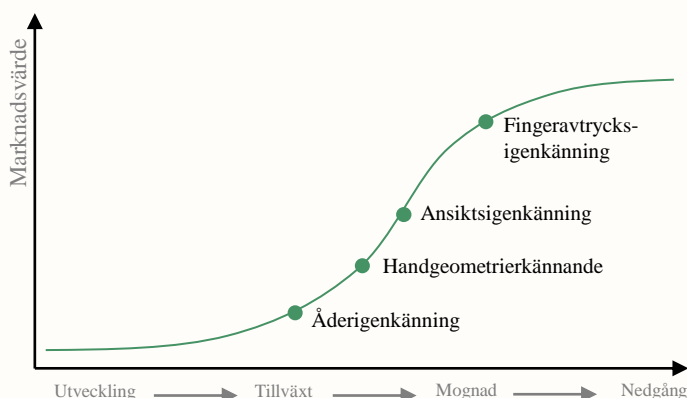
# MARKNADSANALYS

Den digitala tillväxten resulterar i ökade krav på säkerhet och tillförlitlighet, där samhället och företag investerar stora resurser i lösningar för identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, övervakning, styrning av kommunikation m.m. Marknaden för säkra kommunikationslösningar är omfattande och innefattar allt från telekom och säkerhet till bevakning och värdehantering.

Biometrisk teknologi kan effektivisera processer och resultera i kostnadsreduceringar för organisationer. Beroende på vilken typ av biometrisk lösning som används, bedöms dessa finna sig i olika skeden av produktlivscykeln. Frost & Sullivan (2020) prognostiserar att biometrimarknaden kommer att växa med omkring 19,6 % årligen (CAGR) från 2019 till 2024, för att då nå ett marknadsvärde om ca 46 miljarder dollar.<sup>1</sup>

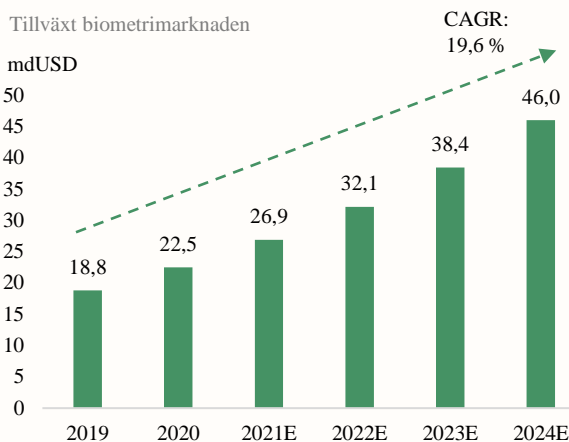
## Beroende på biometrilösning förväntas olika tillväxttakter framgent.

Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: TCECUR och Analyst Groups illustration

## Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

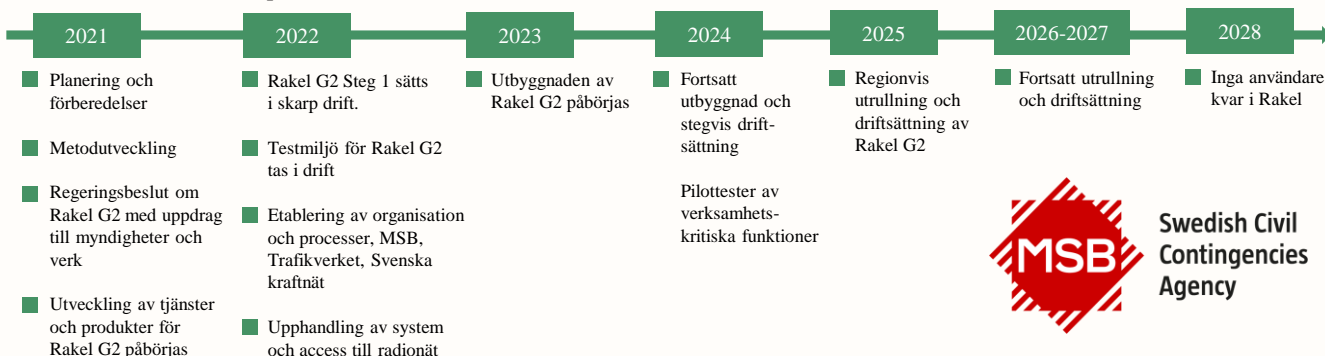


Källa: Frost & Sullivan, 2020

I Sverige finns RAKEL vilket är ett nationellt system för räddningstjänsten, med ca 83 000 användare vid utgången av år 2020, med omkring 600 anslutna organisationer. Gällande RAKEL, vilket är TC Connect Swedens huvudmarknad, har Myndigheten för Samhällsskydd och Beredskap (MSB) lämnat ett förslag till Regeringen om att ta fram ett nytt system; RAKEL G2, för att på så vis få ett modernare system som förutom tal kan hantera realtidsöverföring av större mängder data och rörliga bilder, t.ex. från en insats av räddningstjänsten.

I en rapport från februari 2021 skriver MSB att de planerar för en stegvis implementering som gör det möjligt att successivt migrera från RAKEL G1 till RAKEL G2. Nya tjänster och funktioner ska testas, införas och kan börja användas när de blir tillgängliga, utan att behöva vänta tills hela infrastrukturen är färdig. Detta möjliggör kontinuerlig förbättring av robusthet, tillgänglighet och täckning utifrån aktuella behov och tillgängliga resurser. TCECUR har redan idag många av de lösningar som kommer att efterfrågas, vilket säkert placerar Koncernen i en gynnsam position.

## MSB:s kommunicerade tidsplan för RAKEL G2.



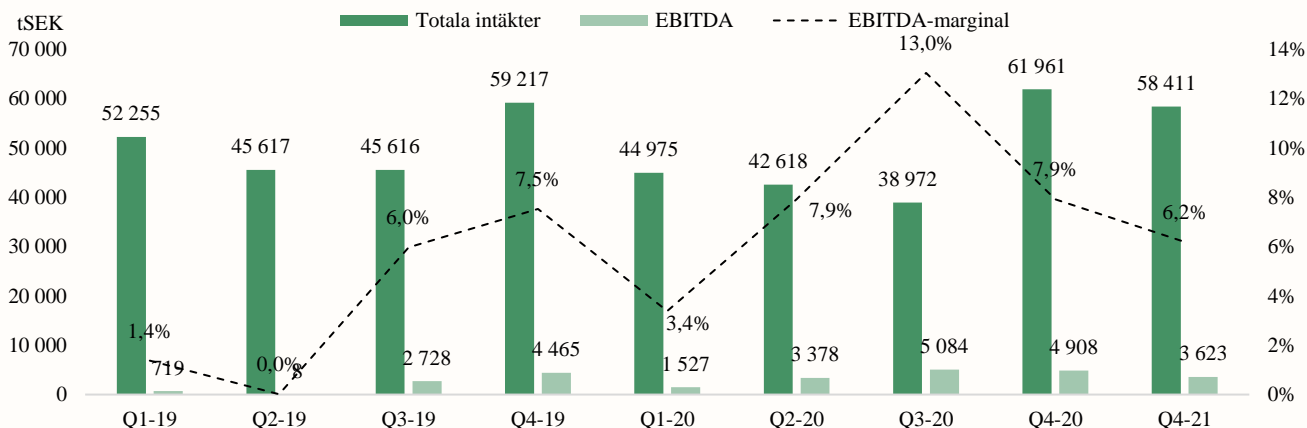
Swedish Civil Contingencies Agency

# FINANSIELL PROGNOSES

För 2020 helår uppgick omsättningen till ca 189 MSEK, motsvarande en minskning om 7 %, där omställningen i Norge är en stor del av förklaringen. Omsättningen är dock tillräckligt hög för att rörelsens fasta kostnader, vilka har minskat senaste kvartalen, ska kunna täckas, och för att TCECUR ska kunna visa på ett positivt rörelseresultat. Den historiska tillväxten, såväl som lönsamheten, kan härledas från organisk utveckling såväl som gjorda förvärv.

Trots senaste kvartalets turbulens till följd av Covid-19 har TCECUR lyckats styra koncernen framåt och ökat försäljningen under lönsamhet.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal



Analyst Groups prognos

Vi räknar med att TCECUR kan komma att genomföra ytterligare förvärv framgent, vilket förväntas bidra till att Koncernen växer. TCECUR har kommunicerat att de bl.a. vill upprätthålla en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % över en konjunkturcykel, med en EBIT-marginal om 10 %. De förvärv som TCECUR potentiellt kan komma att göra, antas över tid uppfylla målsättningen, även om förvärven initialt kan komma att prestera lägre resultat. Till följd av svårigheter att prognostisera när i tiden nya förvärv kan komma att ske, exakt hur dessa ser ut och hur köpeskillningarna finansieras och struktureras, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Givet att TCECUR kan ha rätt finansiella förutsättningar på plats räknar vi med att förvärv sker, där tillkommande dotterbolag får ses som en extra option på gjorda prognoser. TCECUR har ett bevisat *track record* av lyckade förvärv, vilket illustreras tydligt i den finansiella utvecklingen för bl.a. AWT och Mysec. Med hänsyn till tillträdesdag och exakt andel av total försäljning från de svenska dotterbolagen, har AWT och Mysec mellan åren 2018 och 2020 ökat omsättningen i bra takt, och samtidigt bibehållit lönsamheten. TCECURS affärsmodell med att identifiera bra bolag med bra ledning, förvärva dessa och sedan låta dem fortsätta växa och utvecklas inom en decentraliserad koncernstruktur, har på ett tydligt vis burit frukt. Under 2021 räknar vi även med att det senaste tillskottet i form av Automatic Alarm kommer bidra på ett positivt vis.

## Omsättningsprognos åren 2021-2022

För år 2021 antas en organisk helårstillväxt om ca ~25 %, vilket motiveras av marknadens generella tillväxt, nuvarande orderbok, uppskalning av tidigare orders samt nya tillkommande affärer. Genom de befintliga dotterbolagen TC Connect Sverige, TC Connect Norge, Mysec, AWT och Automatic Alarm kommunicerar TCECUR löpande orders. Bortsett från TC Connect Norge, där ett aktivt val har gjorts att fokusera på lägre ordervolymer men med högre marginaler, har övriga dotterbolag erhållit allt större ordervärden under de senaste kvartalen. Vi ser detta som ett tecken på att bolagen blir allt mer etablerade inom sina respektive nischer och är något vi räknar med kommer bidra positivt till Koncernens tillväxt framgent. Följande intäktsfördelning antas i genomsnitt gälla för kommande kvartal under 2021.

**~25 %  
ORGANISK  
TILLVÄXT  
2021E**

| Kvartal           | Q1-20 (A) | Q2-20 (A) | Q3-20 (A) | Q4-20 (A) |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Intäktsfördelning | 24 %      | 23 %      | 21 %      | 33 %      |
| Kvartal           | Q1-21 (A) | Q2-21 (E) | Q3-21 (E) | Q4-21 (E) |
| Intäktsfördelning | 25 %      | 26 %      | 22 %      | 27 %      |

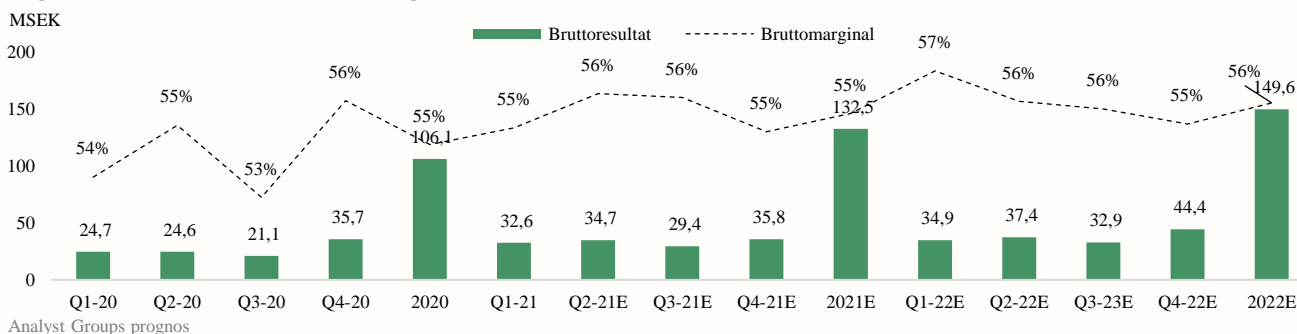
# FINANSIELL PROGNOIS

## Brutto- och rörelsekostnader åren 2021-2022

TCECURs bruttomarginal uppgår till 55 % LTM, vilket också är i linje med genomsnittet för de senaste åtta kvartalen. Dotterbolagen inom Koncernen verkar inom olika förgreningar av säkerhetsmarknaden, där det varierade produkt- och tjänsteutbudet innebär att marginalen skiljer sig mellan företagen. I ett Base scenario utgår vi från en relativt oförändrad bruttomarginal under prognosperioden som sträcker sig till slutet av år 2022.

Under de senaste åtta kvartalen har TCECURs samlade bruttomarginal uppgått till omkring 55 %.

Prognostiserade bruttokostnader och bruttomarginal, Base scenario



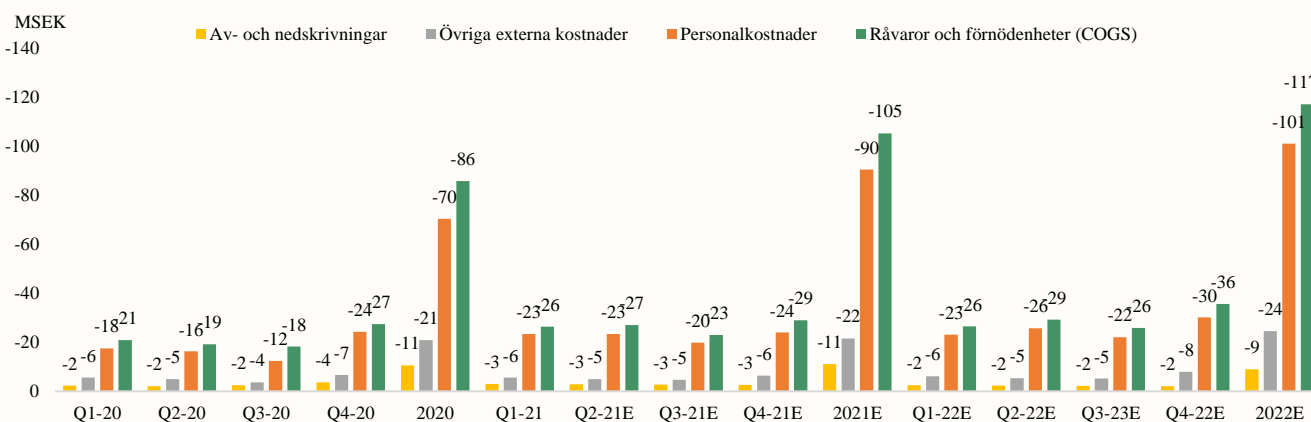
Analyst Groups prognos

### PERSONAL ESTIMERAS UTGÖRA STÖRST ANDEL AV DE FASTA KOSTNADERNA

På rörelsenivå är det personalkostnader som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgår till 76 MSEK, motsvarande 38 % av Koncernens omsättning. I takt med att TCECUR:s dotterbolag kan fortsätta öka sin försäljningsvolym räknar vi med att företagen kommer vilja att skala upp sin personalstyrka. Med hänsyn till vikten av att balansera sitt rörelsekapital rätt tror vi dock att detta, relativt den förväntade försäljningstillväxten för respektive dotterbolag, kommer ske i en något försiktigare takt. Ackumulerat på koncernnivå blir detta tydligt sett till vår prognos för helåret 2022, där vi estimerar att personalkostnaderna fortsatt står för cirka 38 % av omsättningen. Utöver detta estimeras Koncernens övriga externa kostnader, t.ex. lokalhyra, IT-tjänster, konsultarvoden, legala kostnader etc. utgöra en relativt konstant andel av intäkterna (~9-10 %). I våra prognoser för TCECUR presenteras dotterbolagens rörelsekostnader på koncernnivå, vilket innebär att dotterbolagens separata räkenskaper således har konsoliderats. Vid konsolidering implementerar vi inga synergieffekter på koncernnivå, då dessa till viss del redan tagits hänsyn till i prognoser för respektive dotterbolag. Gemensamma *overhead*-kostnader för Koncernen inkluderas dock i prognoserna. Viktigt att påpeka, då TCECUR delvis växer genom nya förvärv, är att kostnader hänförliga till dessa bokas in på *overhead*-nivå. Det i sig är helt naturligt, och så länge det tillkommande värdet från förvärv överstiger dessa kostnader (vilket de rimligen bör göra), kommer Koncernens marginal att stiga.

Utöver COGS förväntas personalkostnader utgöra en större andel av Bolagets totala kostnadsbas.

Prognostiserade rörelsekostnader, Base scenario



Analyst Groups prognos

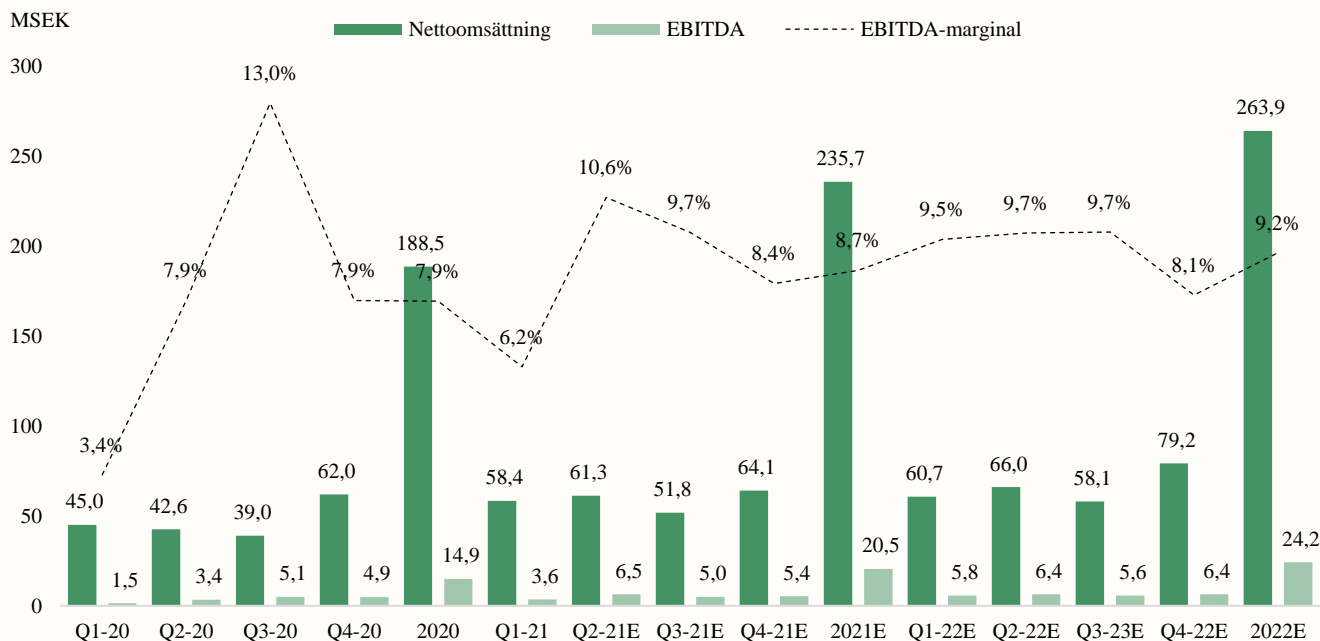
# FINANSIELL PROGNOIS

**~9 %  
EBITDA-  
MARGINAL  
2021E**

Följande är en sammanfattning av våra finansiella prognoser för TCECUR. Under år 2021 räknar vi med att Koncernens omsättning kan öka med ~25 % för att då uppgå till 236 MSEK, tillsammans med en rörelsemarginal (EBITDA) om ca 9 %, motsvarande 20,5 MSEK i rörelseresultat. Under perioden är det tänkbart att TCECUR kommer att genomföra ytterligare förvärv, vilket i sådant fall skulle innebära att prognoserna kommer justeras. Under Q3-21 ska dessutom ytterligare ett dotterbolag, Lamport AB, lanseras, vilket i sig också kan komma att få en påverkan på gjorda estimat.

**Gjorda prognoser för nuvarande dotterbolag förväntas resultera i att Koncernen ökar sin försäljning samt lönsamhet.**

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBIT-resultat (MSEK), Base-scenario



| Base scenario (MSEK)             | Q1-20       | Q2-20       | Q3-20       | Q4-20       | 2020         | Q1-21       | Q2-21E      | Q3-21E      | Q4-21E      | 2021E        | Q1-22E      | Q2-22E      | Q3-23E      | Q4-22E      | 2022E        |
|----------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Nettoomsättning                  | 45,0        | 42,6        | 39,0        | 62,0        | 188,5        | 58,4        | 61,3        | 51,8        | 64,1        | 235,7        | 60,7        | 66,0        | 58,1        | 79,2        | 263,9        |
| Övriga rörelseintäkter           | 0,5         | 1,1         | 0,4         | 1,2         | 3,2          | 0,4         | 0,5         | 0,5         | 0,6         | 2,0          | 0,6         | 0,6         | 0,7         | 0,8         | 2,7          |
| <b>Totala intäkter</b>           | <b>45,5</b> | <b>43,8</b> | <b>39,3</b> | <b>63,2</b> | <b>191,8</b> | <b>58,9</b> | <b>61,8</b> | <b>52,4</b> | <b>64,7</b> | <b>237,7</b> | <b>61,3</b> | <b>66,6</b> | <b>58,8</b> | <b>79,9</b> | <b>266,6</b> |
| Råvaror och förnödenheter (COGS) | -20,8       | -19,1       | -18,2       | -27,4       | -85,7        | -26,3       | -27,0       | -22,9       | -28,9       | -105,1       | -26,4       | -29,2       | -25,8       | -35,6       | -117,0       |
| <b>Bruttoresultat</b>            | <b>24,7</b> | <b>24,6</b> | <b>21,1</b> | <b>35,7</b> | <b>106,1</b> | <b>32,6</b> | <b>34,7</b> | <b>29,4</b> | <b>35,8</b> | <b>132,5</b> | <b>34,9</b> | <b>37,4</b> | <b>32,9</b> | <b>44,4</b> | <b>149,6</b> |
| Bruttomarginal                   | 53,7%       | 55,1%       | 53,2%       | 55,7%       | 54,6%        | 55,0%       | 55,9%       | 55,8%       | 54,9%       | 55,4%        | 56,5%       | 55,7%       | 55,5%       | 55,1%       | 55,7%        |
| Personalkostnader                | -17,5       | -16,2       | -12,3       | -24,2       | -70,3        | -23,3       | -23,3       | -19,8       | -24,0       | -90,4        | -23,1       | -25,7       | -22,1       | -30,1       | -101,0       |
| Övriga externa kostnader         | -5,6        | -5,0        | -3,7        | -6,6        | -20,9        | -5,6        | -4,9        | -4,7        | -6,4        | -21,6        | -6,1        | -5,3        | -5,2        | -7,9        | -24,5        |
| Övriga rörelsekostnader          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>1,5</b>  | <b>3,4</b>  | <b>5,1</b>  | <b>4,9</b>  | <b>14,9</b>  | <b>3,6</b>  | <b>6,5</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,4</b>  | <b>20,5</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,4</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,4</b>  | <b>24,2</b>  |
| EBITDA-marginal                  | 3,4%        | 7,9%        | 13,0%       | 7,9%        | 7,9%         | 6,2%        | 10,6%       | 9,7%        | 8,4%        | 8,7%         | 9,5%        | 9,7%        | 9,7%        | 8,1%        | 9,2%         |
| Av- och nedskrivningar           | -2,4        | -2,1        | -2,5        | -3,6        | -10,6        | -3,0        | -2,8        | -2,7        | -2,5        | -11,0        | -2,4        | -2,3        | -2,2        | -2,1        | -9,0         |
| <b>EBIT</b>                      | <b>-0,8</b> | <b>1,3</b>  | <b>2,6</b>  | <b>1,3</b>  | <b>4,3</b>   | <b>0,7</b>  | <b>3,7</b>  | <b>2,3</b>  | <b>2,8</b>  | <b>9,5</b>   | <b>3,4</b>  | <b>4,1</b>  | <b>3,4</b>  | <b>4,3</b>  | <b>15,2</b>  |
| EBIT-marginal                    | -1,9%       | 3,0%        | 6,6%        | 2,1%        | 2,3%         | 1,1%        | 6,0%        | 4,5%        | 4,4%        | 4,0%         | 5,5%        | 6,2%        | 5,9%        | 5,4%        | 5,8%         |
| Ränteutgifter                    | 0,1         | -0,1        | 0,1         | 1,0         | 1,1          | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,4          | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,5          |
| Räntekostnader                   | -1,9        | -0,6        | -0,6        | -1,0        | -4,2         | -0,8        | -0,7        | -0,5        | -0,4        | -2,4         | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -1,6         |
| <b>EBT</b>                       | <b>-2,7</b> | <b>0,6</b>  | <b>2,1</b>  | <b>1,3</b>  | <b>1,2</b>   | <b>0,0</b>  | <b>3,1</b>  | <b>1,9</b>  | <b>2,6</b>  | <b>7,6</b>   | <b>3,1</b>  | <b>3,8</b>  | <b>3,1</b>  | <b>4,1</b>  | <b>14,0</b>  |
| Skatt                            | 0,1         | 0,1         | 0,1         | -0,4        | -0,1         | -0,3        | -0,2        | -0,3        | -0,2        | -0,9         | -0,3        | -0,2        | -0,3        | -0,5        | -1,2         |
| <b>Nettoresultat</b>             | <b>-2,6</b> | <b>0,7</b>  | <b>2,2</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,1</b>   | <b>-0,3</b> | <b>2,9</b>  | <b>1,6</b>  | <b>2,4</b>  | <b>6,6</b>   | <b>2,8</b>  | <b>3,6</b>  | <b>2,8</b>  | <b>3,6</b>  | <b>12,8</b>  |
| Nettomarginal                    | -5,8%       | 1,6%        | 5,6%        | 1,4%        | 0,6%         | -0,5%       | 4,7%        | 3,2%        | 3,8%        | 2,8%         | 4,6%        | 5,4%        | 4,9%        | 4,6%        | 4,9%         |

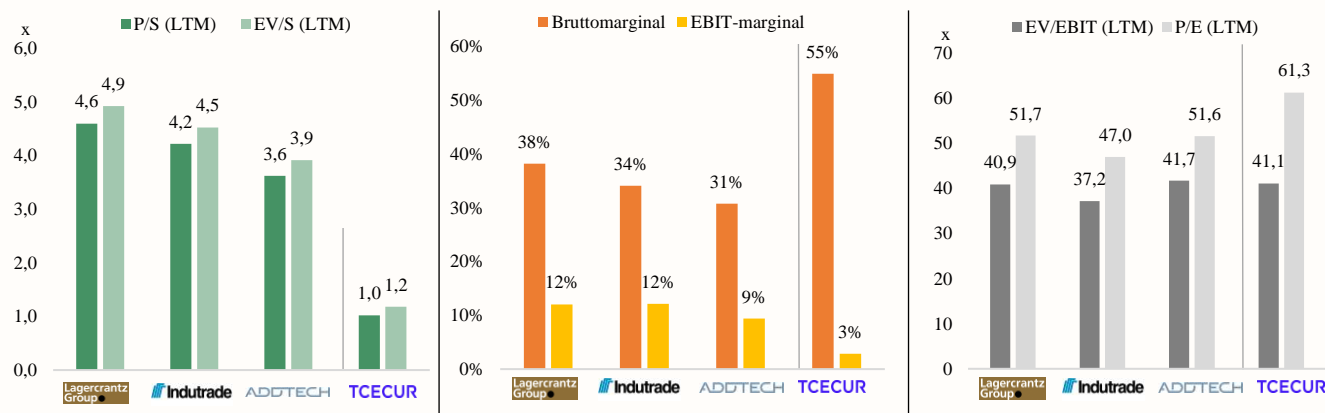
Analyst Groups prognos

# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Lagercrantz*, *Indutrade* och *Addtech*. Även om det råder vissa skillnader, finns likheter mellan företagen och TCECUR avseende affärsmodellen att identifiera och förvärva företag, som sedan får verka under frihet i en decentraliserad koncernorganisation.

**I termer av faktisk försäljning så värderas TCECUR betydligt lägre än övriga bolag, trots att Koncernen har en högre bruttomarginal.**

Värderingsmultiplar och marginaler



**Lagercrantz Group** är en teknikkoncern som erbjuder tekniklösningar med egna produkter samt med produkter från leverantörer. Inom koncernen finns ett 40-tal bolag, där varje bolag är orienterat mot en specifik delmarknad. Verksamheten är decentraliserad, där varje dotterbolag följer särskilda mål.

**Addtech** är en teknikhandelskoncern bestående av ca 120 självständiga bolag som säljer högteknologiska lösningar, främst till kunder inom tillverkande industri och infrastruktur. Addtech växer bl.a. genom förvärv och organisationen är decentraliserad, där varje dotterbolag får stor frihet under uppsatta mål.

**Indutrade** marknadsför och säljer komponenter, system och tjänster med högt teknikinnehåll till industrin inom utvalda nischer. Karaktärsdrag för koncernen är produkter med god teknikhöjd och tillväxt genom förvärv, där förvärven får fortsätta sin verksamhet som tidigare och behålla sitt namn, kultur och ledning.

Analyst Groups prognos

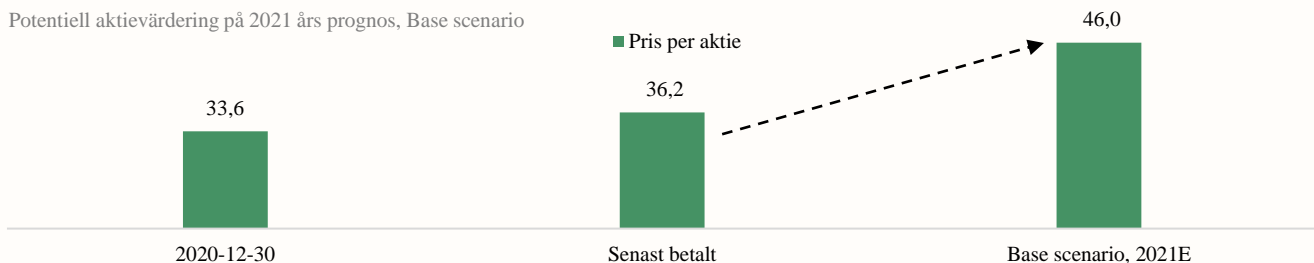
Medelvärde av ovan nämnda företags EV/EBIT-multiplar är omkring 40x, där värderingarna för samtliga bolag ökat i bra rikt senaste veckorna. Samtliga företag är större än TCECUR och noterade på Nasdaq Mid- och Large Cap. Det motiverar att TCECUR ska handlas till en värderingsrabatt. Givet en konservativ värderingsrabatt tillämpas EV/EBITDA 16 på 2021 års prognostiserade EBITDA-resultat som målmultipl. Med ett EBITDA-resultat om ca 20,5 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) omkring 322 MSEK i ett Base scenario. Med hänsyn till estimerad skuldsättning och tillgänglig kassa, ger det en börsvärdering (Market Cap) om ca 292 MSEK, eller 46 kr per aktie.

**46 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

Med hänsyn till nuvarande operativa verksamhet, marknadsläget, en starkare balansräkning och positiva rörelsemarginaler i dotterbolagen, så checkar TCECUR flera boxar för ett kvalitetsbolag som ännu flyger under många investerarens radar. Det skulle inte förvåna oss om TCECUR, med bibehållen tillväxt, har förutsättningarna att bli en av de mest lönsamma noterade säkerhetskoncernerna på den svenska börsen. Koncernen värderas idag till P/S 1x på 2021 års prognos, något som stärker vår syn om att det finns en fortsatt uppsida i aktien från dagens nivåer.

**Givet EV/EBITDA 16 som målmultipl på 2021 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om ca 292 MSEK.**

Potentiell aktievärdering på 2021 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

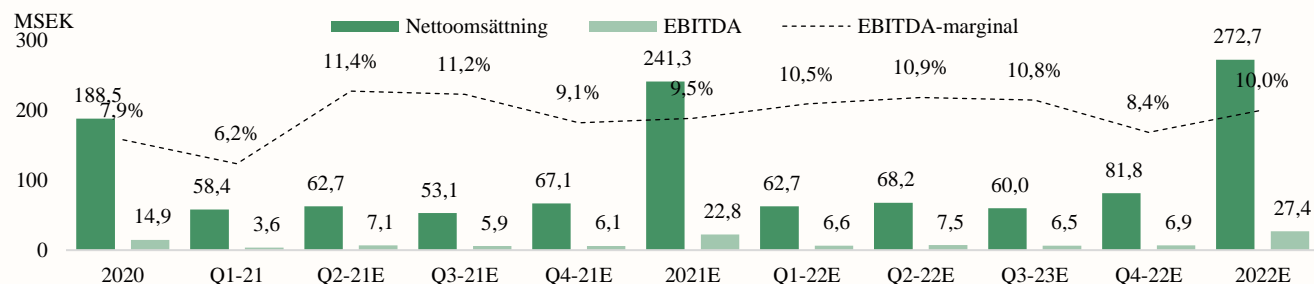
# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas TCECURs nuvarande dotterbolag utvecklas i en snabbare takt än väntat. Drivarna till en ökad tillväxt är en högre efterfrågan från marknaden, där dotterbolagens befintliga, och potentiellt nya, produktmix får större genomslagskraft. AWT gynnas av god tillväxt i biometrimarknaden och företagets befintliga referenskunder kan underlätta införsäljning till nya kunder. Det kan antas att även övriga dotterbolag gynnas av AWT:s kundnätverk, d.v.s. försäljningssynergier kan uppstå. Även Mysec förväntas växa i högre takt i detta scenario, tillsammans med TC Connect Sverige som återtar sitt momentum efter att initialt blivit bromsade av Covid-19. Senaste tillskottet av Automatic Alarm resulterar även i en större intäktbas samt ökad rörelsemarginal. I ett Bull scenario antas marginalerna stiga ytterligare, där omställningen i Norge och förvärvet av Automatic Alarm ger extra bra bidrag under 2021.

**En högre efterfrågan av befintlig, och potentiellt nya, produktmixar bidrar till ökad lönsamhet.**

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2021, Bull-scenario



Analyst Groups prognos

**54 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

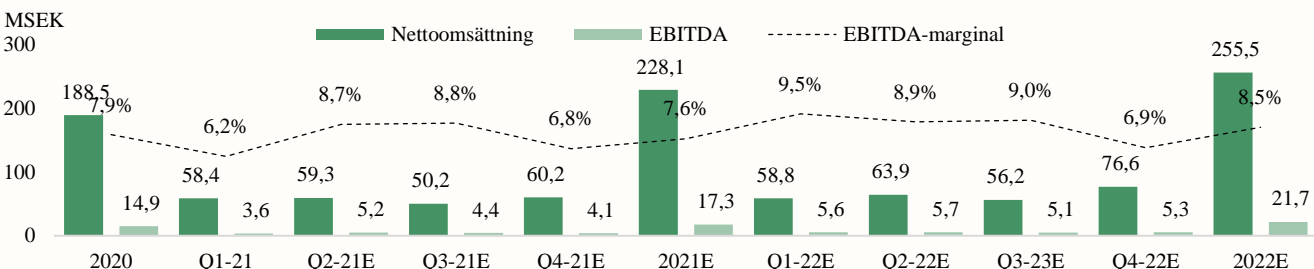
Med en målmultipel om EV/EBITDA 16 på 2021 års prognos erhålls en värdering om 54 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

## Bear scenario

Färre kundprojekt av bolagsspecifika anledningar, eller en försämrad konjunktur då tjänsterna och produkterna som tillhandahålls anses korrelerade med rådande konjunkturcykel, hade påverkat värderingen negativt. Givet mer utmanande marknadsklimat kan efterfrågan från dotterbolagens kunder minska, vilket då resulterar i en lägre försäljning än budgeterat. Med en fast kostnadsbas påverkar det marginalerna negativt, vilket i ett Bear scenario i sin tur kan komma att få en negativ effekt på TCECUR-aktiens utveckling.

**Orosmoln finns fortfarande på himlen i form av rådande pandemi, vilket i ett Bear scenario antas kunna få negativ påverkan på Koncernen under 2021.**

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2021, Bear scenario



Analyst Groups prognos

**25 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO

Utifrån en viktad värdering mellan TCECUR:s estimerade omsättning och EBITDA-resultat i ett Bear scenario, samt med hänsyn till aktiens *free float*, motiveras ett värde per aktie om 25 kr på 2021 års prognos i ett Bear scenario. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida

## Klas Zetterman, Koncern-VD i TCECUR Sweden AB



Klas är civilingenjör från KTH, med en framgångsrik karriär som ledare i både svenska och internationella företag. Han har bred erfarenhet av försäljning, produktion och affärsutveckling av högteknologiska företag och kommer närmast från rollen som Vice President och General Manager för Illinois Tool Works (ITW), ett av USAs största börsnoterade industriföretag, där han varit verksam de senaste 12 åren. Tidigare har han bland annat arbetat som VD för Stokvis Tapes, Insite GmbH, Speed Ventures GmbH och dessförinnan i olika internationella roller för kemikoncernen DuPont de Nemours. Klas har även arbetat med företagsförvärv och företagsförsäljningar samt strategisk rådgivning inom management. *Klas äger 307 813 aktier och 100 000 optioner i TCECUR Sweden AB.*

## Liselott Byström, CFO



Liselott tillträdde som CFO under september 2020, hon har en magisterexamen i ekonomi. Hon kommer närmast från rollen som Head of Group Business Control och Planning på Cavotec, som är en industrikoncern listad på Stockholmsbörsen. *Liselott innehar 5 000 aktier i TCECUR Sweden AB och 10 000 teckningsoptioner.*

## Toste Hedlund, Verkställande Direktör Mysec Sweden AB



Toste Hedlund har varit VD på Mysec sedan starten 2009. Han är entreprenör i grunden och har jobbat inom säkerhetsbranschen sedan 1987. Toste är behörig ingenjör inom brandlarm och inbrottslarm, med fokus på försäljning och projektledning. Han har varit med från start i projektet med Mysec larmportal, samt försäljning av de större inbrott- och passersystem och CCTV- och brandlarmsprojekten i Mysec. Under Tostes tid i Mysec har företaget utfört stora entreprenader åt aktörer som ICA, ARLA, Stockholms Stad, flera kommuner, en större svensk klädkedja m.fl. *Toste innehar via ägande i SEC Management AB totalt 311 139 aktier i TCECUR Sweden AB och har ytterligare 30 000 teckningsoptioner privat.*

## Per Lindstrand, Verkställande Direktör AW Technic AB



Per är civilingenjör från Kungliga Tekniska Högskolan med inriktning datasäkerhet. Han har sedan 2012 drivit AWT och under dessa år erhållit en gedigen kunskap om avancerade säkerhetssystem, främst med fokus på komplexa, globala lösningar som Tyco Software House CCURE och Honeywell Pro-Watch för kärnkraftverk, investmentbanker, industrier, IT- bolag och läkemedelsbolag. Under sin tid på AWT har företaget genomfört installationer i Norden, England, Nederländerna, Tyskland och Frankrike. AWT har även lyckats uppnå den högsta certifieringsnivån, Platinum, som integratör för Honeywell. *Per innehar via direkt ägande, via bolag samt via ägande i SEC Management AB totalt 226 102 aktier i TCECUR Sweden AB och har ytterligare 30 000 teckningsoptioner privat.*

## Robert Birgersson, Verkställande Direktör TC Connect Sweden AB



Robert är VD för svenska dotterbolaget TC Connect Sweden. Han har arbetat i över 15 år på företag främst inom kundnära verksamhetsområden, vilket resulterar i att han byggt upp ett brett nätverk och etablerat ett gott anseende hos både kunder och leverantörer. Robert har även erfarenhet som inköpare på Ericsson och marknads- och försäljningsansvar på mindre företag. Han har en ekonomiutbildning från Örebro Universitet. *Robert innehar via ägande i SEC Management AB totalt 2 264 aktier i TCECUR Sweden AB och 30 000 teckningsoptioner privat.*

## Harald Bergby, Verkställande Direktör TC Connect AS Norge



Harald var tidigare marknads- och försäljningsdirektör och är nu VD i bolaget. Harald har en lång erfarenhet i TC Connect och har sedan år 2000 arbetat inom försäljning och teknik. Med en lång och nära relation med marknaden, kunder och leverantörer har han goda förutsättningar för att driva bolaget framåt. *Harald äger 8 055 aktier och 20 000 optioner i TCECUR Sweden AB.*

## Andreas Bergström, Verkställande Direktör Automatic Alarm



Andreas har varit VD på Automatic Alarm i över 10 år, och har dessförinnan erfarenhet som bl.a. Project Manager på Securitas, Key Account Manager (KAM) på G4S och Account Manager samt servicetekniker på Falck. *Andreas äger 118 712 aktier i TCECUR Sweden AB.*

# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



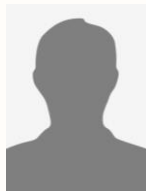
## Ole Oftedal, Styrelseordförande i TCECUR Sweden AB

Ole har lång erfarenhet som företagsledare och entreprenör, där han har bakgrund som både styrelseordförande och verkställande direktör i privata och börsnoterade bolag. Före sitt uppdrag i TCECUR AB har han bl.a. haft ledande befattningsroller i bolag som Cabonline, Miroi, Televentures, Proffice/Dfind, Industrial Partner Permira, Fritidsresor, Linjebuss och Nordstjernen. Han har dessutom varit involverad i projekt relaterade till riskkapitalbolag som EQT, IK och Nordic Capital. Ole har en utbildning som Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. *Ole innehar via bolag samt via ägande i SEC Management AB totalt 313 825 aktier i TCECUR Sweden AB och 40 000 teckningsoptioner privat.*



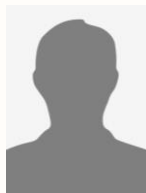
## Tommy Lundqvist, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB<sup>1</sup>

Tommy har varit advokat och delägare i advokatbyråer sedan 1991 och var med och bildade Wistrand Advokatbyrå i Stockholm 1999 där han är fortsatt verksam. Han arbetar med svensk och internationell affärsjuridik med inriktning på företagsöverlåtelser, börsnoteringar, kommersiella avtal, skatterätt och allmän bolagsrätt. Tommy har sedan 1989 varit styrelseledamot i svenska och internationella bolag med verksamheter inom tjänstesektorn, finans, läkemedel och industri. Utöver sitt uppdrag i TCECUR har Tommy styrelseuppdrag i flera bolag, däribland Acacia Asset Management AB, Cupole Consulting Group AB och Target Aid AB. Tommy är jur.kand. och har även ekonomutbildning från Stockholms universitet. *Tommy innehar via ägande i SEC Management AB totalt 60 973 aktier i TCECUR Sweden AB.*



## Håkan Blomdahl, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm samt civilingenjör från teknisk fysik på Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm. Styrelseordförande i storägaren Arbona AB, VD Triega AB. Andra styrelseuppdrag inkluderar bland annat Norvida Holding AB, Triona AB och Katinla AB. *Styrelseordförande i Arbona som äger 1 878 569 aktier i TCECUR Sweden AB.*



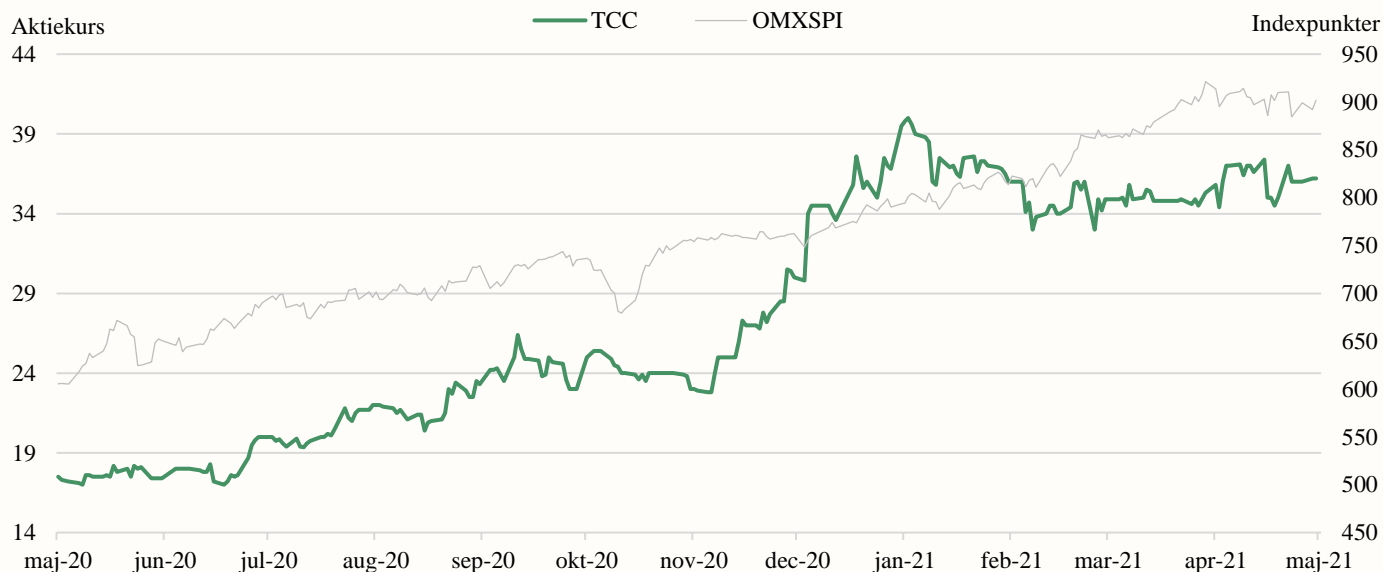
## Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

Civ. ing. och civ. ek. Bakgrund från bl.a. McKinsey & Co, Nordstjernen, B&B Tools och som VD för Bright Group i Sverige. Martin är idag VD på storägaren Arbona. Har jobbat såväl som ägare och styrelseledamot, samt i operativa befattningar i små och medelstora bolag. *Innehav av aktier i TCECUR Sweden AB: är VD i Arbona som äger 1 878 569 aktier i TCECUR Sweden AB.*



## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



| TCECUR AB - Koncernen (tSEK)     | 2019           | 2020           | Q1-19         | Q2-19         | Q3-19          | Q4-19          | Q1-20          | Q2-20          | Q3-20          | Q4-20         | Q1-21         |
|----------------------------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| Nettoomsättning                  | 202 705        | 188 526        | 52 255        | 45 617        | 45 616         | 59 497         | 44 975         | 42 618         | 38 972         | 61 961        | 58 411        |
| Övriga rörelseintäkter           | 1 918          | 3 231          | 306           | 264           | 359            | 306            | 523            | 1 140          | 351            | 1 217         | 444           |
| <b>Totala intäkter</b>           | <b>204 623</b> | <b>191 757</b> | <b>52 561</b> | <b>45 881</b> | <b>45 975</b>  | <b>59 803</b>  | <b>45 498</b>  | <b>43 758</b>  | <b>39 323</b>  | <b>63 178</b> | <b>58 855</b> |
| Råvaror och förnödenheter (COGS) | -98 074        | -85 653        | -28 411       | -21 221       | -22 227        | -26 216        | -20 820        | -19 148        | -18 249        | -27 436       | -26 286       |
| <b>Bruttoresultat</b>            | <b>106 549</b> | <b>106 104</b> | <b>24 150</b> | <b>24 660</b> | <b>23 748</b>  | <b>33 587</b>  | <b>24 678</b>  | <b>24 610</b>  | <b>21 074</b>  | <b>35 742</b> | <b>32 569</b> |
| Bruttomarginal                   | 51,6%          | 54,6%          | 45,6%         | 53,5%         | 51,3%          | 55,9%          | 53,7%          | 55,1%          | 53,2%          | 55,7%         | 55,0%         |
| Personalkostnader                | -74 376        | -70 306        | -16 968       | -18 977       | -15 696        | -22 597        | -17 533        | -16 249        | -12 332        | -24 192       | -23 349       |
| Övriga externa kostnader         | -24 253        | -20 901        | -6 439        | -5 675        | -5 324         | -6 691         | -5 618         | -4 983         | -3 658         | -6 642        | -5 597        |
| Övriga rörelsekostnader          | 0              | 0              | -24           | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 0             |
| <b>EBITDA</b>                    | <b>7 920</b>   | <b>14 897</b>  | <b>719,0</b>  | <b>8,0</b>    | <b>2 728,0</b> | <b>4 299,0</b> | <b>1 527,0</b> | <b>3 378,0</b> | <b>5 084,0</b> | <b>4 908</b>  | <b>3 623</b>  |
| EBITDA-marginal                  | 3,9%           | 7,9%           | 1,4%          | 0,0%          | 6,0%           | 7,2%           | 3,4%           | 7,9%           | 13,0%          | 7,9%          | 6,2%          |
| Av- och nedskrivningar           | -9 264         | -10 587        | -2 246        | -2 288        | -2 383         | -2 574         | -2 370         | -2 118         | -2 494         | -3 605        | -2 970        |
| <b>EBIT</b>                      | <b>-1 344</b>  | <b>4 310</b>   | <b>-1 527</b> | <b>-2 280</b> | <b>345</b>     | <b>1 725</b>   | <b>-843</b>    | <b>1 260</b>   | <b>2 590</b>   | <b>1 303</b>  | <b>653</b>    |
| EBIT-marginal                    | -0,7%          | 2,3%           | -2,9%         | -5,0%         | 0,8%           | 2,9%           | -1,9%          | 3,0%           | 6,6%           | 2,1%          | 1,1%          |
| Ränteintäkter                    | 145            | 1 070          | 111           | 179           | 12             | -158           | 52             | -52            | 66             | 1 004         | 88            |
| Räntekostnader                   | -3 912         | -4 211         | -821          | -1 128        | -945           | -1 017         | -1 941         | -635           | -596           | -1 039        | -772          |
| <b>EBT</b>                       | <b>-5 111</b>  | <b>1 169</b>   | <b>-2 237</b> | <b>-3 229</b> | <b>-588</b>    | <b>550</b>     | <b>-2 732</b>  | <b>573</b>     | <b>2 060</b>   | <b>1 268</b>  | <b>-31</b>    |
| Skatt                            | 430            | -84            | 370           | 848           | -138           | -327           | 112            | 104            | 120            | -420          | -260          |
| <b>Nettoresultat</b>             | <b>-4 680</b>  | <b>1 085</b>   | <b>-1 867</b> | <b>-2 381</b> | <b>-726</b>    | <b>223</b>     | <b>-2 620</b>  | <b>677</b>     | <b>2 180</b>   | <b>848</b>    | <b>-291</b>   |
| Nettomarginal                    | -2,3%          | 0,6%           | -3,6%         | -5,2%         | -1,6%          | 0,4%           | -5,8%          | 1,6%           | 5,6%           | 1,4%          | -0,5%         |

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

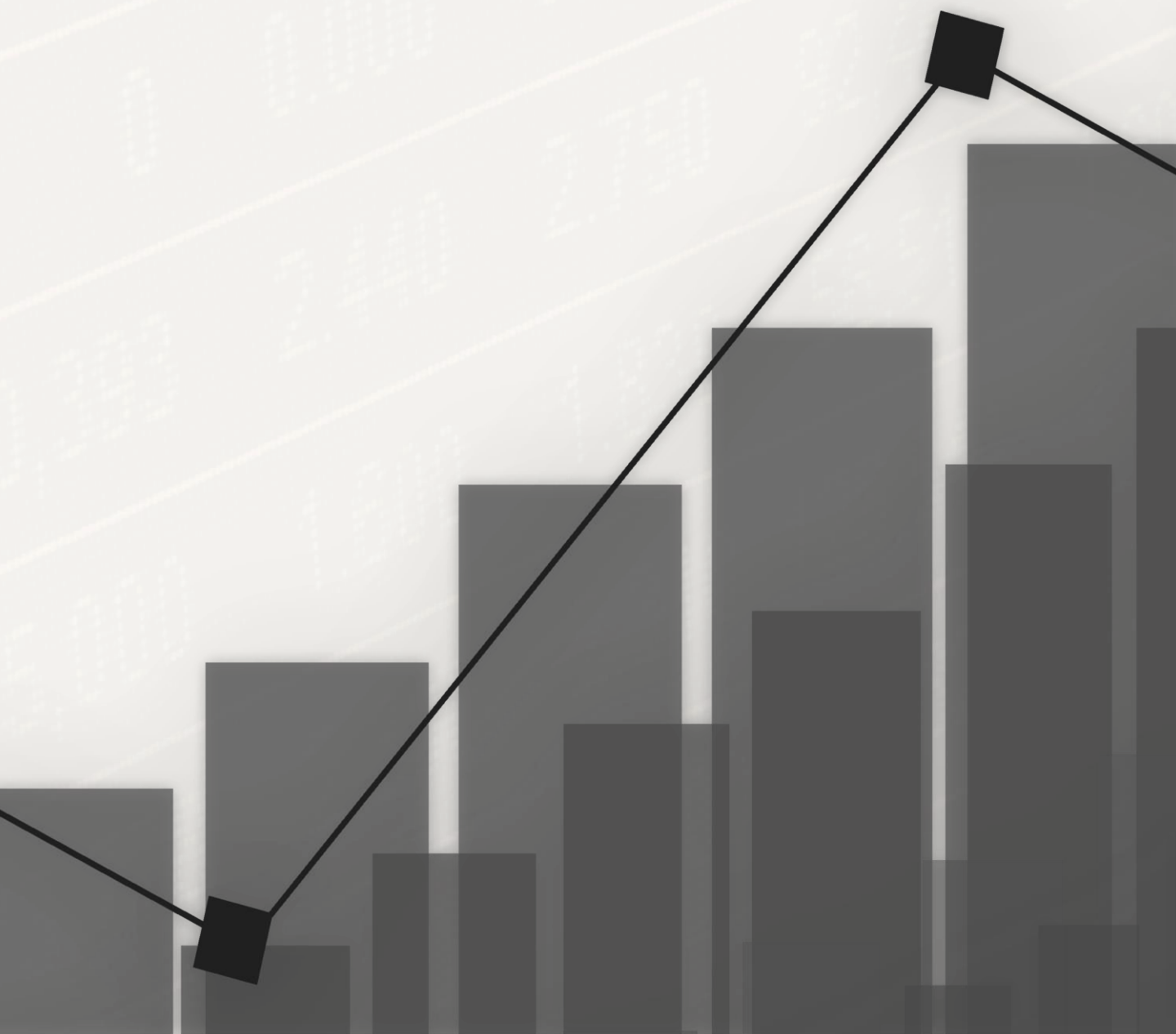
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **TCECUR Sweden AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund