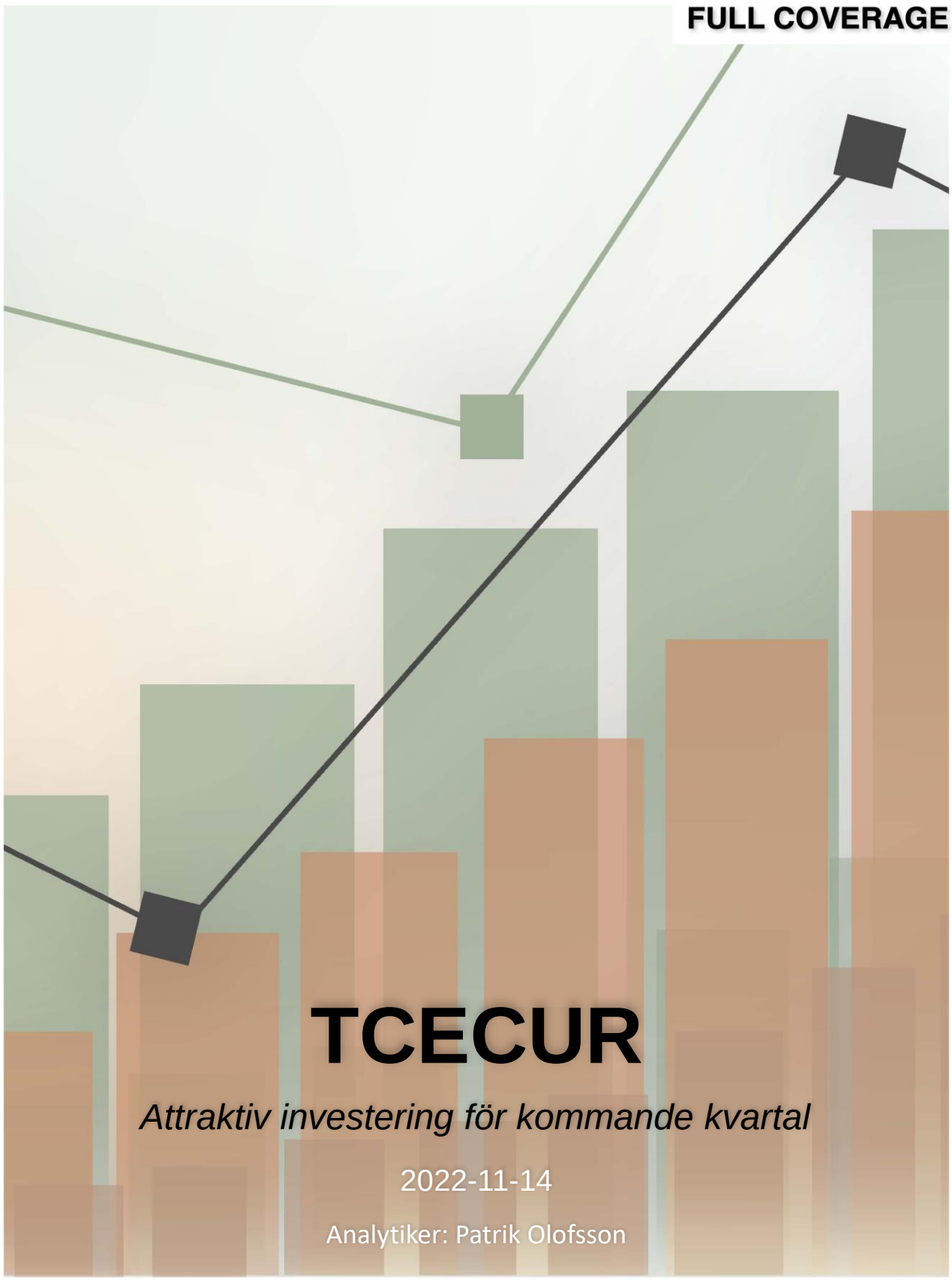


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



TCECUR

Attraktiv investering för kommande kvartal

2022-11-14

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 teknikorienterad säkerhetskonsult med lång historik och erfarenheter av leveranser till stora koncerner och den offentliga sektorn. TCECUR består idag av tio dotterbolag, alla specialiserade inom olika områden av säkerhet, som levererar säkerhetssystem och säker kommunikation till samhällets mest krävande kunder. Erbjudanden består av en kombination av egna produkter och lösningar samt agenturer från världsledande producenter. Koncernen består av TC Connect AS i Norge, TC Connect Sweden AB, RF Coverage AB, LåsTeam Sverige AB, Mysec Sweden AB, Lamport Sweden AB, Automatic Alarm i Stockholm AB, Access World Technic AB, Kungslås AB och Sectragon AB.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q3-22	5-7
Investeringsidé	8
Bolagsbeskrivning	9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell prognos	12-14
Värdering	15
Bull & Bear	16
Ledning & styrelse	17-19
Appendix	20
Disclaimer	21

VÄRDEDRIVARE

7 av 10

Tillväxt, kostnadssynergier, ökad lönsamhet och bidrag från förvärv är värde drivarna för TCECUR under 2022/2023. TCECUR är en teknikkonsult och givet fortsatt ökad lönsamhet i linje med senaste kvartalen, och fortsatt tillväxt, finns utrymme för uppvärdering. Med Kungslås och Sectragon, som förvärvades under 2022, har TCECUR växlat upp ytterligare i termer av storlek, varpå Koncernens position på marknaden blir allt starkare. Med detta, i kombination med den presenterade Q3-rapporten för 2022, står det klart att TCECUR har fortsatt bra vind i seglen.

HISTORISK LÖNSAMHET

7 av 10

TCECUR är en konsult under uppbyggnad och under de senaste åren har flera dotterbolag tillkommit successivt. Sett till lönsamhet är målsättningen att upprätthålla en EBIT-marginal om 10 % över en konjunkturcykel, och även om Koncernen inte är där riktigt än så ser trenden positiv ut. Vi bedömer därmed fortsatt att utrymme finns för ännu högre marginal, 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 när Koncernen ska växa både organiskt och genom nya förvärv. Tillsammans äger konsultledningen, 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 med att vidareutveckla TCECUR och lyfta Koncernen till nya nivåer.

RISKPROFIL

3 av 10

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 per den 30 september 2022 är god med en soliditet på 45 % och kassa om ca 34 MSEK. TCECUR uppvisar en ihållande lönsamhet, vilket i kombination med en Net Debt/EBITDA som understiger Koncernens målsättning om 2,5x, sänker riskprofilen. Det går dock inte att utesluta att den, troligen, nära förestående lågkonjunkturen kan komma att påverka TCECUR, även om detta ännu inte varit fallet.

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)

ATTRAKTIV INVESTERING FÖR KOMMANDE KVARTAL



Med Q3-rapporten presenterad står det klart att Koncernen överträffade vårt försäljningsestimat, varpå vi kan konstatera att årets tredje kvartal blev ovanligt starkt, med tanke på den säsongseffekt som vanligtvis brukar gälla. Bruttomarginalen var dock lägre än väntat men tack vare en god kostnadskontroll i rörelsen kunde TCECUR leverera ett EBITDA-resultat om 9 MSEK, vilket således var i nära linje med vårt estimat om 8 MSEK. Allt pekar på att TCECUR kommer avsluta 2022 starkt, frågan som återstår är hur rådande konjunkturläge kommer att påverka under 2023. Vi tror inte att TCECUR kommer vara helt skonade, men med tanke på de produkter och tjänster som Koncernen tillhandahåller ser vi att utrymme finns för tvåsiffrig organisk tillväxt, i kombination med stigande lönsamhet. Givet tillämpad EV/EBITDA-multipel upprepar vi vårt motiverade värde per aktie om 69 kr (69) i ett Base scenario.

▪ Ett starkt tredje kvartal

TCECUR levererade en omsättning om 116 MSEK (67) under Q3-22, motsvarande en ökning om 73 %. Koncernen slog därmed vårt estimat i ett Base scenario om 102 MSEK, vilket vi såklart ser positivt på. I kombination med en hög tillväxt levererade TCECUR även en god lönsamhet, där EBITDA-resultatet steg till 9 MSEK (5), motsvarande en marginal om 7,5 % (7,7). Detta var som nämnt i nära linje med vår förväntan, där vi hade estimerat ett EBITDA-resultat om 8 MSEK och en marginal om 7,8 %.

▪ Attraktiv investering för kommande kvartal

Under framförallt 2022 har många investerare i högre grad riktat sitt kapital till lönsamma kvalitetsbolag, något vi tror kommer vara fallet även under 2023. Stabilitet är en egenskap som ofta premieras på börsen, särskilt i sämre tider, där vikten av att bolag kan uppvisa ett uthålligt kassaflöde blir allt viktigare. TCECURs *Cash Conversion Ratio* uppgår LTM till 3.4x, d.v.s. för varje en (1) krona vinst Koncernen genererat, har 3,4 kr positivt operativt kassaflöde genererats. Rullande uppgår EBITDA-resultatet till 42 MSEK med en marginal på ca 10 %, och trenden är fortsatt positiv. I kombination med en tvåsiffrig organisk tillväxt borde TCECUR vara en attraktiv investering under kommande kvartal.

▪ Upprepar värderingsintervallet

För Q4-22 estimerar vi en omsättning om 143 MSEK (146), vilket innebär ett helårsestimat om 465 MSEK (454) för år 2022. Med hänsyn till att vi räknar med en något konservativare bruttomarginal under avslutningen av året justerar vi EBITDA-resultatet till ca 19 MSEK (22) under Q4-22. Vi anser att TCECUR på nuvarande nivåer är fortsatt lågt värderat givet den växande orderboken, stigande lönsamheten och ökade försäljningen som vi räknar med under kommande kvartal. Vi upprepar därför vårt tidigare värderingsintervall.

AKTIEKURS | 44 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2023 ÅRS PROGNO

BEAR
41 kr

BASE
69 kr

BULL
77 kr

TCECUR SWEDEN AB

Stängningskurs (2022-11-11) ¹	43,5
Antal Aktier (st.)	9 440 400
Market Cap (MSEK)	410,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	56,6
Enterprise Value (MSEK)	467,3
V.52 prisintervall (SEK)	35,4 – 47,1

UTVECKLING

1 månad	+6,4 %
3 månader	+10,1 %
1 år	+0,5 %
YTD	-4,0 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: BOLAGET, PER 2021-12-31)

Arbona AB (publ)	22,0 %
SEC Management AB	12,5 %
Avanza Pension	11,0 %
Nordnet Pension	9,1 %
Säkerhetscenter i Borås AB	4,8 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Klas Zetterman
Styrelseordförande	Ole Oftedal

FINANSIELL KALENDER

Kvartalsrapport #4 2022	2023-02-27
-------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2019	2020	2021 ²	2022E ²	2023E
Totala intäkter	204,6	191,8	303,7	472,5	519,2
Bruttoresultat	106,5	106,1	168,6	250,1	284,0
Bruttomarginal	51,6%	54,6%	54,7%	52,2%	54,0%
EBITDA	7,9	14,9	29,0	46,3	58,5
EBITDA-marginal	3,9%	7,9%	9,7%	10,0%	11,4%
Nettoresultat	-4,7	1,1	6,8	15,2	23,8
Nettomarginal	-2,3%	0,6%	2,3%	3,3%	4,7%
P/S	2,0	2,1	1,4	0,9	0,8
EV/S	2,3	2,4	1,5	1,0	0,9
EV/EBITDA	59,0	31,4	16,1	10,1	8,0
EV/EBIT	-87,7	378,5	60,0	27,0	17,3

¹Aktiekurs 2022-11-11 kl 15:00.

²Ej pro forma för 2021 och 2022.

KOMMENTAR Q3-22

73 %
TOTAL
TILLVÄXT

Under det tredje kvartalet uppgick nettoomsättningen till 115,5 MSEK (66,8), motsvarande en ökning om 73 % Y-Y varav den organiska tillväxten stod för 31 %. Det innebär således att TCECUR levererat ett nytt rekord, då 115,5 MSEK i försäljning är den högsta nivån någonsin i Koncernens historia, tätt följt av 114,9 MSEK i försäljning under föregående kvartal i år (Q2-22). Detta kan dessutom jämföras med vårt eget estimat för Q3-22 om 101,5 MSEK i ett Base scenario, vilket TCECUR överträffade med 14 MSEK. Vi ser såklart positivt på detta, samt att det även ska understrykas att tredje kvartalet säsongsmässigt brukar vara relativt svagt, vilket inte blev fallet denna gång. Sett till TCECURs återkommande intäkter har dessa fortsatt att öka, vilka vid utgången av september uppgick till 49,6 MSEK (45,7), en ökning med 8,5 %.

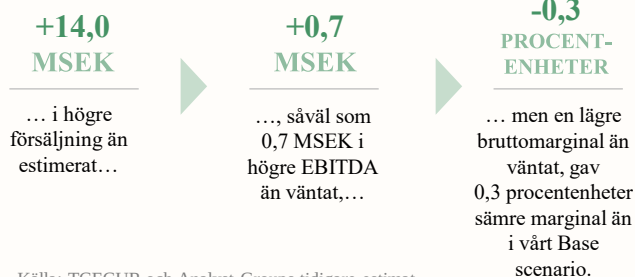
Sett till bruttomarginalen hade vi i ett Base scenario räknat med en marginal om ca 55 %, att jämföra med det faktiska utfallet om 45 %. Under de åtta senaste kvartalen har TCECUR i genomsnitt uppvisat en bruttomarginal omkring 55 %, där förklaringen till avvikelserna under årets tredje kvartal beror på "...ovanligt stora materielleveranser av engångskaraktär till flera pågående större kundprojekt".

7,5 %
EBITDA-
MARGINAL

Koncernens EBITDA-resultat uppgick under det tredje kvartalet till 8,7 MSEK (5,1), vilket är en ökning om 69 % mot jämförbart kvartal 2021, och motsvarar en marginal om 7,5 % (7,7). Det var således i nära linje med våra egna estimat.

Följande är en jämförelse mellan våra estimat, och faktiskt utfall, för tredje kvartalet 2022.

Utfall vs estimat Q2-22



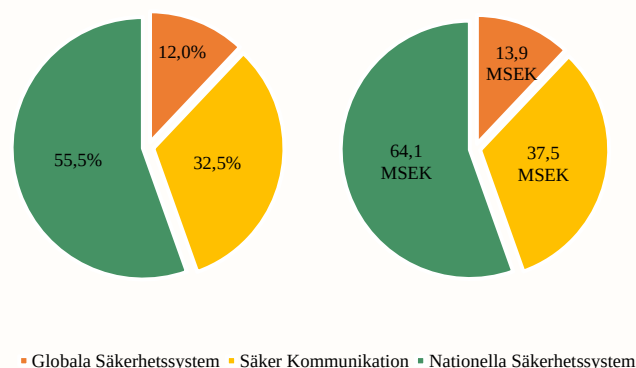
Källa: TCECUR och Analyst Groups tidigare estimat

(MSEK)	Q3-22A	Q3-22E	Diff.
Nettoomsättning	115,5	101,5	14,0
Övriga rörelseintäkter	1,4	5,1	-3,7
Totala intäkter	116,9	106,6	10,3
(COGS)	-63,5	-45,9	-17,6
Bruttoresultat	53,4	60,7	-7,3
Bruttomarginal	45,0%	54,8%	-9,8%
Personalkostnader	-35,4	-43,6	8,2
Övriga externa kostnader	-9,3	-9,1	-0,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0
EBITDA	8,7	8,0	0,7
EBITDA-marginal	7,5%	7,8%	-0,3%

Vidare, sett till orderboken, kan vi konstatera att denna nu växt åtta kvartal i rad och uppgick till totalt 205,1 MSEK vid utgången av september. Det ger en viss guidning om förutsättningarna för att TCECUR ska kunna fortsätta uppvisa tillväxt även under kommande kvartal.

Under Q3-22 var omsättningen fördelad enligt följande mellan TCECURs affärssegment.

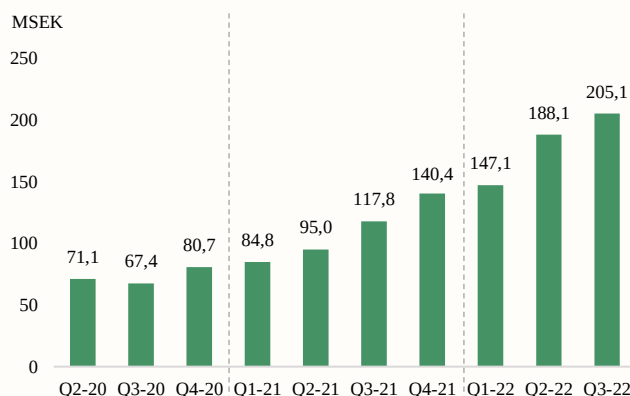
Intäktsfördelningen mellan segment, Q3-22



Källa: TCECUR

Per den 30 september uppgick TCECURs orderbok till 205 MSEK.

Orderbok Q-Q



Källa: TCECUR

KOMMENTAR Q3-22

1.3x
NET
DEBT/
EBITDA



**DOTTER-
BOLAGEN
FORTSÄTTER
ATT VINNA
STORA
AFFÄRER**

Sett till nettoskulden per den sista september (exkl. nyttjanderättstillgångar) uppgick denna till 56,6 MSEK, utifrån en kassa om 33,7 MSEK i förhållande till de räntebärande skulderna om 90,3 MSEK. Givet nuvarande EBITDA LTM (ej pro forma), motsvarar det en skuldsättning om 1.3x (nettoskuld i förhållande till EBITDA, LTM). Detta är således under koncernens långsiktiga mål om 2.5x, vilket vi såklart ser positivt på.

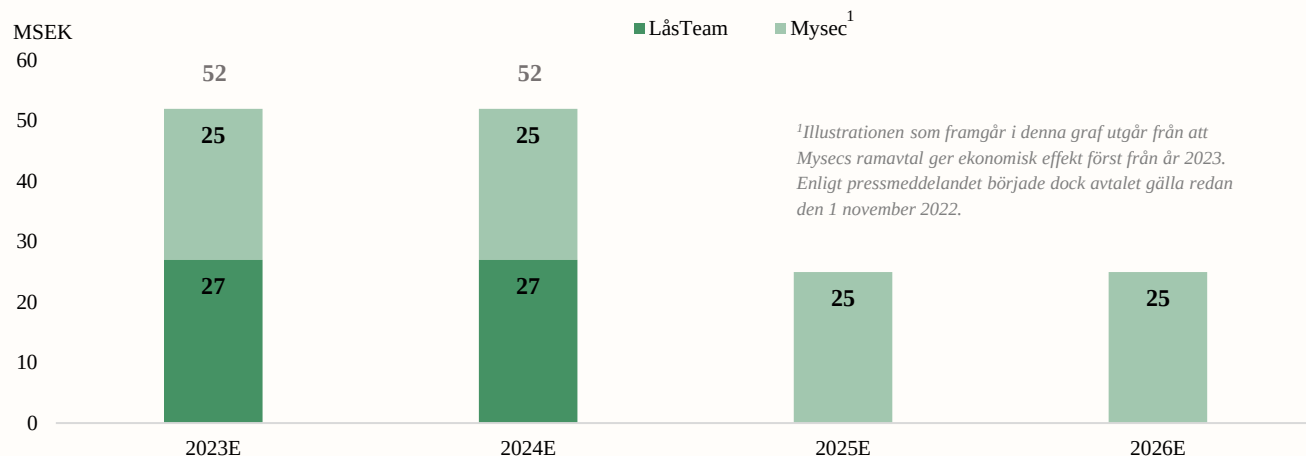
Bra affärsflöde

Senaste tiden har TCECUR kommunicerat ett flertal affärer, exempelvis den 2 november då koncernen meddelade två omfattande ramavtal om 54 MSEK respektive 100 MSEK, vilket därmed kvalar in som två av de största affärerna någonsin i Koncernens historia. Klockan 8:30 publicerades pressmeddelandet där det framgick att LåsTeam tecknat ett ramavtal med Västfastigheter värt ca 54 MSEK, vilket löper över två år med förlängning på maximalt ytterligare 1+1 år. Ett par timmar senare, närmare bestämt klockan 14:00, kommunicerades ytterligare ett ramavtal. Denna gång var det Mysecs tur där dotterbolaget tecknat ett nytt ramavtal med Botkyrka kommun värt ca 100 MSEK över fyra år, vilket innebär en fortsättning på tidigare ramavtal dotterbolaget haft med kommunen. Förutom att installera nya system, sköta service och underhåll på befintliga ingår att hantera samtliga anslutna säkerhetssystem i den digitala larmportalen Lamport. Föregångaren till Lamports larmportal har varit i drift via Mysec de senaste 10 åren och idag är över 3 000 anläggningar uppkopplade och över 34 miljoner larmhändelser har förmedlats. Genom Lamport möjliggörs en form av mjukvarutjänst och SaaS-modell, vilket skapar återkommande intäkter med bra marginal.

Givet att värdet från båda ramavtal skulle fördelas jämnt över perioden, och ifall vi skulle göra ett konservativt antagande att avtalet med Västfastigheter inte förlängs, skulle det rent illustrativt kunna resultera i följande intäkter:

TCECUR:s dotterbolag fortsätter att vinna stora affärer.

Illustrativ fördelning av de två ramavtalen



Analyst Groups illustration

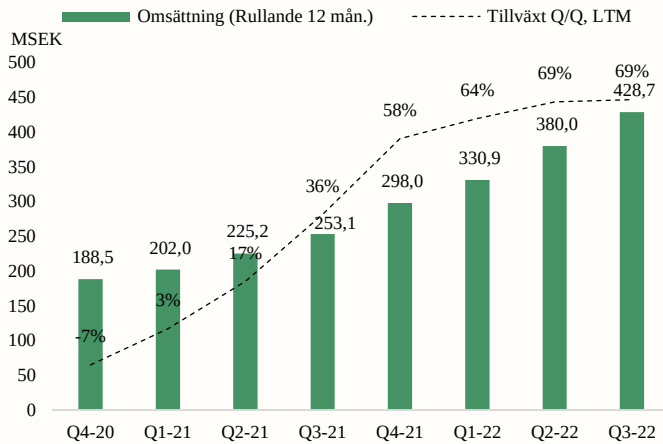
LTM uppgår TCECURs omsättning till 429 MSEK (ej pro forma) och sett till enbart dessa två ramavtal och den illustrativa fördelningen, utgör exempelvis värdet år 2023 om totalt 52 MSEK ca 12 % av Koncernens rullande omsättning. Sett till det totala värdet av båda ramavtal, 154 MSEK, är motsvarande andel 36 %.

Sammanfattningsvis anser vi att TCECUR levererar en försäljningsmässigt stark Q3-rapport, med ett EBITDA-resultat som var i nära linje med våra förväntningar. Med tanke på de affärer som kommunicerats, samt den presenterade Q3-rapporten, är en positiv reaktion i aktien helt klart befogad, vilket vi i skrivande stund (2022-11-11) kunnat observera under november månad. Samtidigt anser vi fortsatt att TCECUR-aktien, vid nuvarande nivåer, är fortsatt undervärderad och att det finns mer att hämta.

KOMMENTAR Q3-22

TCECUR uppvisar en positiv omsättningstrend...

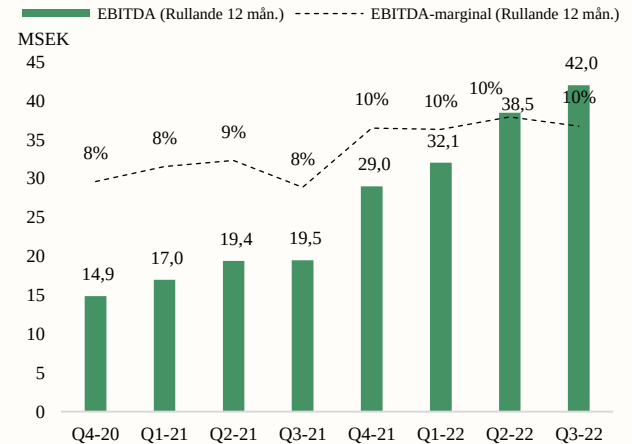
Nettoomsättning och tillväxt (rullande)



Källa: TCECUR

...såväl som resultattrend.

EBITDA och EBITDA-marginal (rullande)



Källa: TCECUR

Cash(flow) is King

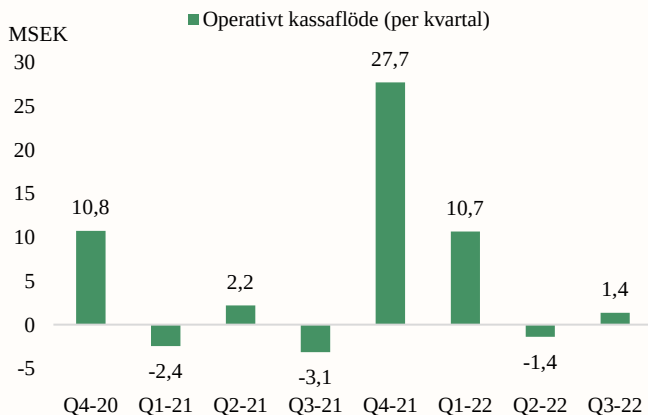
Under de senaste åren när kapital varit minst sagt billigt har tillväxt varit en klar prioritering framför lönsamhet för många investerare och bolag. Tillväxten har helt enkelt fått kosta i termer av negativa kassaflöden. Under framförallt 2022 har dock allt fler tillväxtbolag blivit tvungna att fokusera mer på lönsamhet, något vi även tror att allt fler investerare kommer att göra under de närmaste kvartalen, d.v.s. att rikta sitt kapital till lönsamma kvalitetsbolag. Stabilitet är nämligen en egenskap som ofta premieras på börsen, särskilt i sämre tider, där vikten av att kunna uppvisa ett uthålligt kassaflöde blir allt viktigare. TCECUR uppvisar förvisso en hög tillväxt, vilken organiskt uppgått till 16 % under de nio första månaderna 2022, men framförallt en bra lönsamhetstrend. EBITDA-resultat växer och under de senaste fyra kvartalen har Koncernen uppvisat ett positivt nettoresultat.

Sett till TCECURs kassaflöde från den operativa verksamheten, inklusive förändringar i rörelsekapital, har detta på kvartalsbasis varierat. Det kan förklaras av den säsongsvariation som industrin ger upphov till, samtidigt som kassaflödet på rullande basis, vilket kan anses vara mer rättvisande då det "jämnar ut" säsongseffekter, visar en positiv trend under de senaste kvartalen. Under Q3-22 uppgår dessutom TCECURs rullande *Cash Conversion Ratio*, d.v.s. det operativa kassaflödet LTM i förhållande till nettoresultatet LTM, till 3,4x. Grovt översatt betyder det att för varje en (1) vinstkrona som TCECUR genererat har 3,4 kronor operativt kassaflöde genererats, vilket såklart är att anse som positivt.

3.4x
CASH
CONVERSION
RATIO
(LTM)

TCECUR har tydliga säsongsvariationer i sitt kassaflöde...

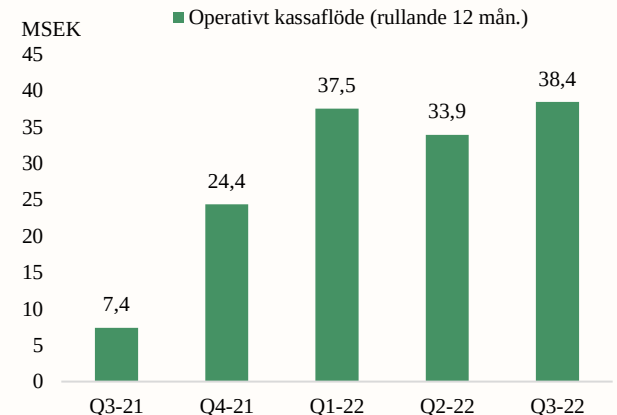
Operativt kassaflöde (kvartal)



Källa: TCECUR

...vilket dock "rullande" stiger i bra takt.

Operativt kassaflöde (rullande)



Källa: TCECUR

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. TCECUR har under de senaste åren byggt en allt större koncern som består av dotterbolag som fokuserar på kundlösningar för att tillgodose det ökade säkerhetsbehovet i marknaden, där kunderna är bolag med höga krav på säkerhet och övervakning. Med den nuvarande koncernen kan TCECUR utveckla, leverera, serva och underhålla avancerade säkerhetssystem och säker kommunikation, där senaste tidens förvärv har bidragit till att TCECUR får en allt större marknadsposition. Med en presenterad Q3-rapport för 2022, där försäljningen steg med 73 % och EBITDA-marginalen uppgick till ca 7,5 %, 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 biometrisk säkerhetssystem inom övervakning, passersystem, larm, låssystem, kontrollrum m.m.. 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 förvärvande bolaget efter att de konsoliderats med koncernen (multipelarbiterage).

Har genomfört flera lyckade förvärv

Under maj 2022 förvärvade TCECUR företagen Kungslås och Sectragon, där förvärven är ett led i TCECURs tillväxtstrategi. Genom att Kungslås och Sectragon adderas till Koncernen uppgick Pro forma-försäljningen rullande tolv månader, per den 31 mars 2022, till 436 MSEK. Genom dessa förvärv består TCECUR idag av totalt tio dotterbolag vilket gör att Koncernen som helhet kan verka inom tre affärssegment: *Globala Säkerhetssystem*, *Nationella Säkerhetssystem* och *Säker Kommunikation*. För en investerare innebär detta en mer bred exponering mot säkerhetsmarknaden i stort, samtidigt som en tydlig röd tråd finns inom Koncernen vilket möjliggör synergier på både intäkt- och kostnadssidan. Som investerare erhålls därmed en bredare riskspridning, samtidigt som avkastningspotential kan bibehållas. Det kan ställas i relation till exempelvis bolag som Tempest Security, Nordic LEVEL Group m.fl., vilka kan argumenteras för att ha ett smalare fokus inom sina respektive branschgränar.

God finansiell position och fler förvärv i korten

Genom en företrädesemission under hösten 2021 tillfördes TCECUR en nettolikvid om ca 52 MSEK, varav 20 MSEK användes för återbetalning av bryggglån i samband med det tidigare förvärvet av LåsTeam. Således stärkte Koncernen sin kassa med drygt 32 MSEK och vid utgången av september 2022 uppgick TCECURs likvida medel till totalt 34 MSEK. Den finansiella ställningen bidrar dels till att den organiska tillväxten kan fortsätta, dels att strategiska förvärv kan finansieras, vilket blev tydligt under maj 2022 när som nämnt Kungslås och Sectragon förvärvades.

Sammanfattad prognos

I ett Base scenario prognostiseras TCECUR år 2023 omsätta ca 511 MSEK med ca 11 % i EBITDA-marginal. Baserat på en används EV/EBITDA 12x som målmultipel vilket, givet antagen kapitalstruktur, resulterar i ett potentiellt värde om 69 kr per aktie på 2023 års prognos.

9 %
I ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT

GOD
POTENTIAL I
KOMBINATION
MED BRA RISK-
SPRIDNING

~511 MSEK
ESTIMERAD
OMSÄTTNING
ÅR 2023

BOLAGSBESKRIVNING



201 ST.

MEDARBETARE

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. Vid utgången av september 2022 uppgick antalet medarbetare till 201 personer.

TCECURs finansiella målsättningar ska nås dels genom en organisk utveckling, dels genom förvärv.

Långsiktiga finansiella mål TCECUR

10 % organisk tillväxt plus
ytterligare genom förvärv

10%

ÖVER EN
KONJUNKTURCYKEL

Nettoskuld i relation till
EBITDA skall max vara

2.5x

ÖVER EN
KONJUNKTURCYKEL

Genomsnittlig
vinstmarginal (EBIT)

10%

ÖVER EN
KONJUNKTURCYKEL

Källa: TCECUR

Tydlig förvärvsstrategi

De förvärv TCECUR genomför skall främst ske av ägarledda bolag, som behåller ledning och därigenom fortsätter att verka som entreprenörsdrivna företag. De skall även komplettera Koncernen genom produkt- och tjänsteutbud, eller nya geografiska marknader. Strategin är att förvärvskandidaterna skall uppfatta TCECUR som den mest attraktiva köparen, då det erbjuds plats för de rätta entreprenörerna att fortsätta verka inom Koncernen. Genom att ingå i Koncernen kan både direkta och indirekta intäkts- och kostnadssynergier uppstå, vilket gynnar dotterbolagen såväl som TCECUR.

TCECUR har under årens gång genomfört ett flertal förvärv och i dagsläget består Koncernen av tio olika dotterbolag.

Befintliga dotterbolag inom Koncernen

TCECUR



Källa: TCECUR

10 ST.
DOTTERBOLAG
INOM
KONCERNEN

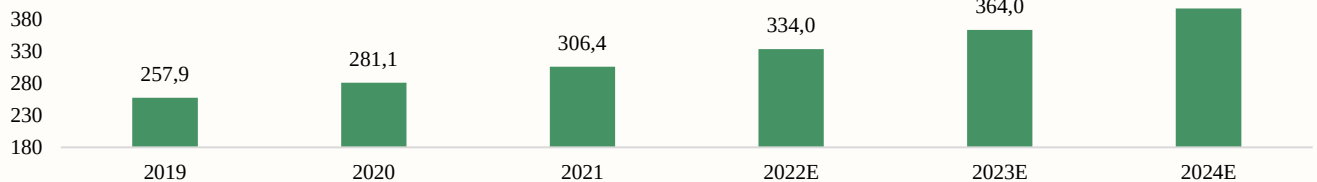
MARKNADSANALYS

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 biometrisk 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%.¹

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

Globala marknaden för säkerhetssystem, 2019-2024E
mdUSD



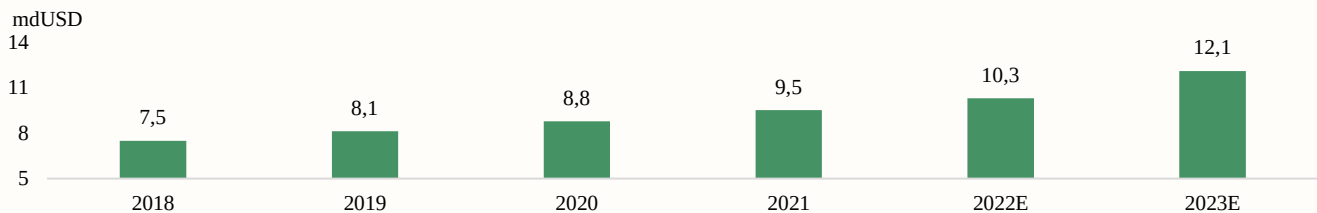
Källa: MarketsandMarkets, 2019

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 2023.² 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 %.³ 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, 2018-2023



Källa: MarketsandMarkets, 2019

Enligt MarketsandMarkets uppskattas marknaden för videoövervakning växa från 45,5 mdUSD 2020 till 74,6 mdUSD år 2025.⁴ 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.

¹MarketsandMarkets, 2019, Security Solutions Market worth \$397.6 billion by 2024

²Global Wireless Security System Market, 2020, By Type

³MarketsandMarkets, 2019, Access Control Market by Component - Global Forecast to 2023

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

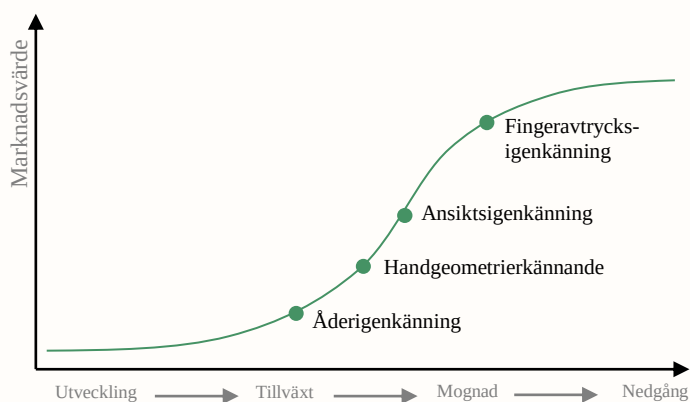
MARKNADSANALYS

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 befinna 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.¹

Beroende på biometrilösning förväntas olika tillväxttakter framgent.

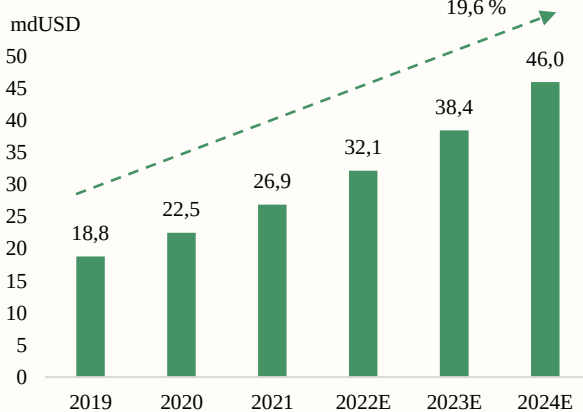
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: TCECUR och Analyst Groups illustration

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden

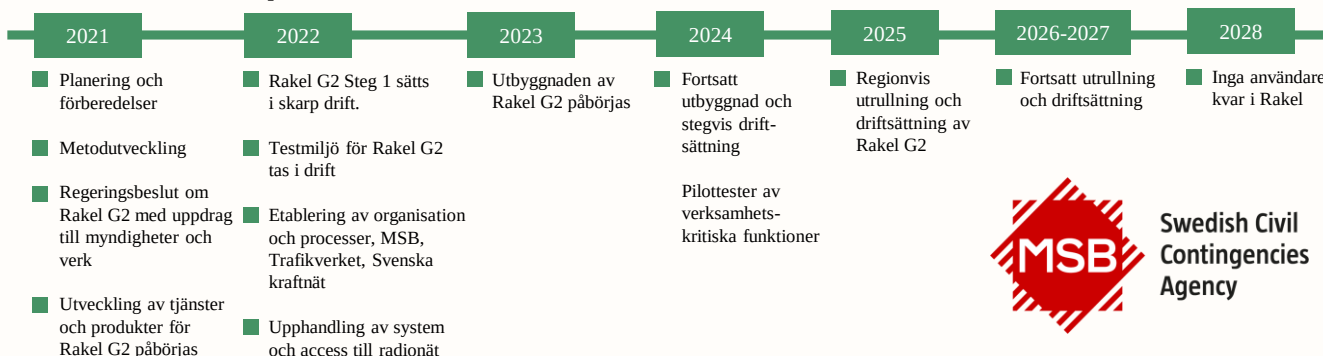


Källa: Frost & Sullivan, 2020

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, vilket följts upp med en planeringsrapport som delredovisades till Regeringen den 1 mars 2022. 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 såklart placerar Koncernen i en gynnsam position.

MSB:s kommunicerade tidsplan för RAKEL G2.



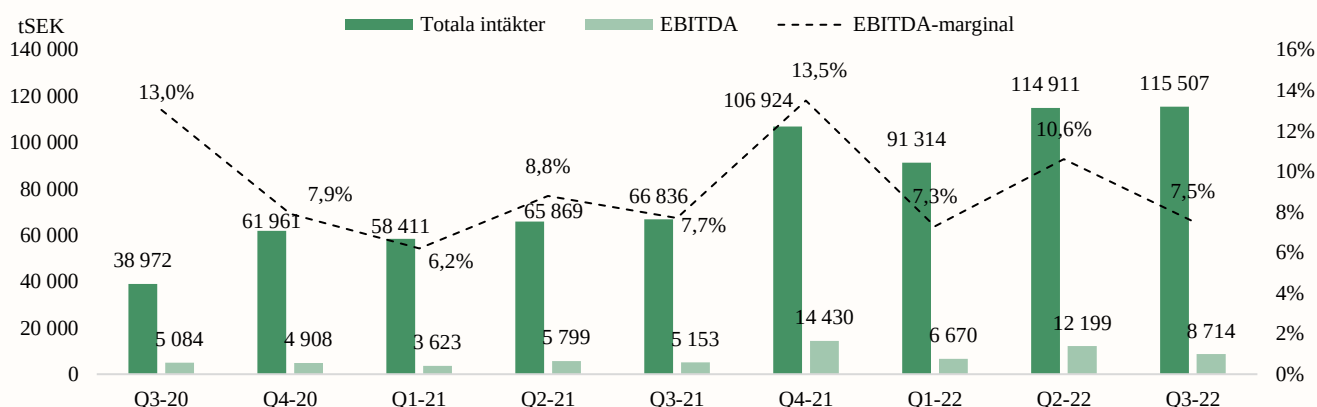
Swedish Civil Contingencies Agency

FINANSIELL PROGNOSE

För helåret 2021 uppgick omsättningen till 298 MSEK, motsvarande en ökning om 58 %. Den historiska tillväxten kan härledas från organisk utveckling såväl som gjorda förvärv, där t.ex. förvärven i form av RF Coverage och LåsTeam bidrog positivt under 2021.

Med god utveckling i tidigare dotterbolag, i kombination med ytterligare förvärv, fortsätter TCECUR att bredda sin marknadsposition och växa sin egen kostym.

Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



Källa: TCECUR

Likt vi tidigare kommunicerat har vi räknat med att TCECUR kommer att fortsätta förvärva bolag, vilket t.ex. visade sig under maj 2022 när Kungslås och Sectragon förvärvades. Under september förvärvade dessutom TC Connect Swedem samtliga aktier i Jörevall & Olsson Communication AB ("JOCAB"). TCECUR har kommunicerat att de bl.a. vill upprätthålla en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % över en konjunkturcykel, med en EBIT-marginal om 10 %, varför de förvärv som TCECUR kan komma att göra antas uppfylla den målsättningen över tid. 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 som varit med en längre tid i Koncernen sedan förvärven genomfördes. Med hänsyn till tillträdesdag och exakt andel av total försäljning från de svenska dotterbolagen, har AWT och Mysec mellan helåren 2018 och 2022 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.

Omsättningsprognos

Under år 2021 uppgick TCECUR:s omsättning *Pro Forma* till 362 MSEK, där den organiska tillväxten (*Pro forma*) uppgick till 12 %. För år 2022 antas en total helårstillväxt om ca 56 % från den rapporterade försäljningen 2021 (298 MSEK), motsvarande en omsättning om 465 MSEK för helåret 2022. Det skulle därmed, jämfört 362 MSEK i *Pro Forma*-omsättning för 2021, motsvara en tillväxt om ca 28 %. Med en sådan utveckling, och givet att TCECUR kan hantera rådande / kommande marknadsklimat på ett framgångsrikt vis, estimerar vi att försäljningen kan stiga med ca 10 % under 2023 och då landa på ca 511 MSEK. Tillväxten förväntas drivas av marknadens generella tillväxt, nuvarande orderbok, uppskalning av tidigare orders, nya tillkommande affärer samt gjorda förvärv. Följande intäktsfördelning antas i genomsnitt gälla för kommande kvartal under 2022 och 2023.

Kvartal	Q1-22 (A)	Q2-22 (A)	Q3-22 (A)	Q4-22 (E)
Intäktsfördelning	20%	25%	25%	31%

Kvartal	Q1-23 (E)	Q2-23 (E)	Q3-23 (E)	Q4-23 (E)
Intäktsfördelning	21%	26%	23%	30%

**10 %
ORGANISK
TILLVÄXT
2023E**

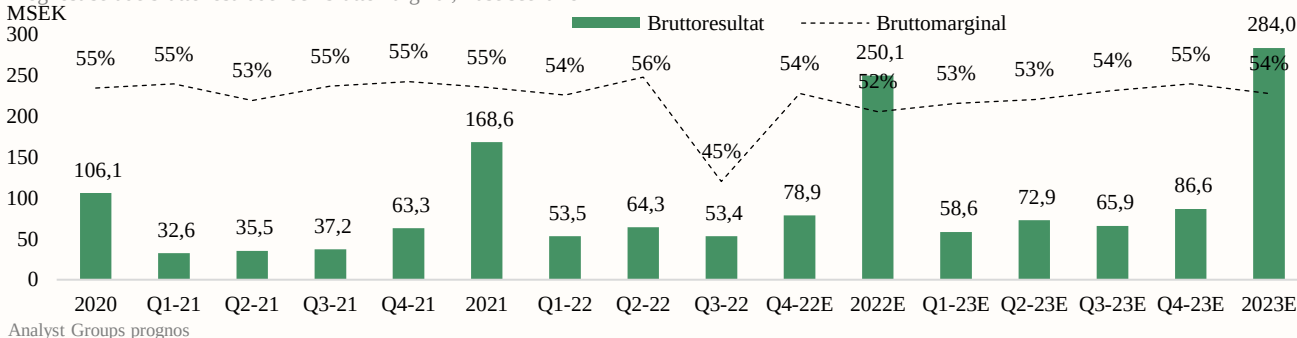
FINANSIELL PROGNOSES

Brutto- och rörelsekostnader

TCECURs bruttomarginal uppgår till 52 % LTM. 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 bruttomarginal under prognosperioden, som sträcker sig till 2023, omkring 52-55 %.

Under de senaste åtta kvartalen har TCECURs genomsnittliga bruttomarginal uppgått till cirka 52 %.

Prognostiserade bruttokostnader och bruttomarginal, Base scenario



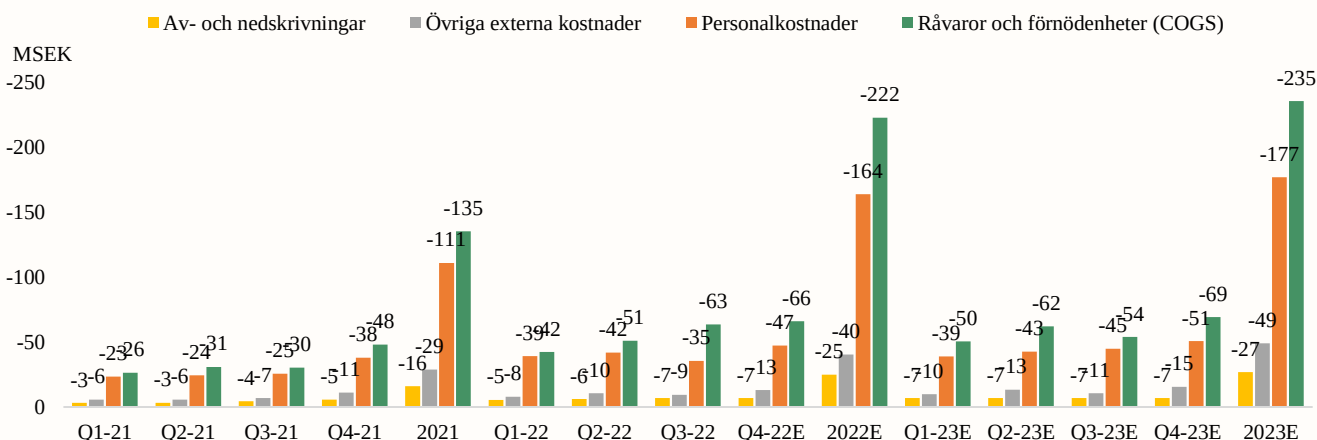
Analyst Groups prognos

PERSONAL ESTIMERAS UTGÖRA STÖRST ANDEL AV DE FASTA KOSTNADERNA

På rörelsenivå är det personalkostnader som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgår till 154 MSEK, motsvarande 36 % av Koncernens omsättning (ej pro forma). 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, där vi för helåret 2023 estimerar att personalkostnaderna står för cirka 35 % av omsättningen, vilket således är i nära linje med tidigare rapporterade nivåer. Utöver detta estimeras Koncernens övriga externa kostnader, t.ex. lokalhyra, IT-tjänster, konsultarvoden, legala kostnader etc. utgöra en relativt konstant andel av intäkterna (~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

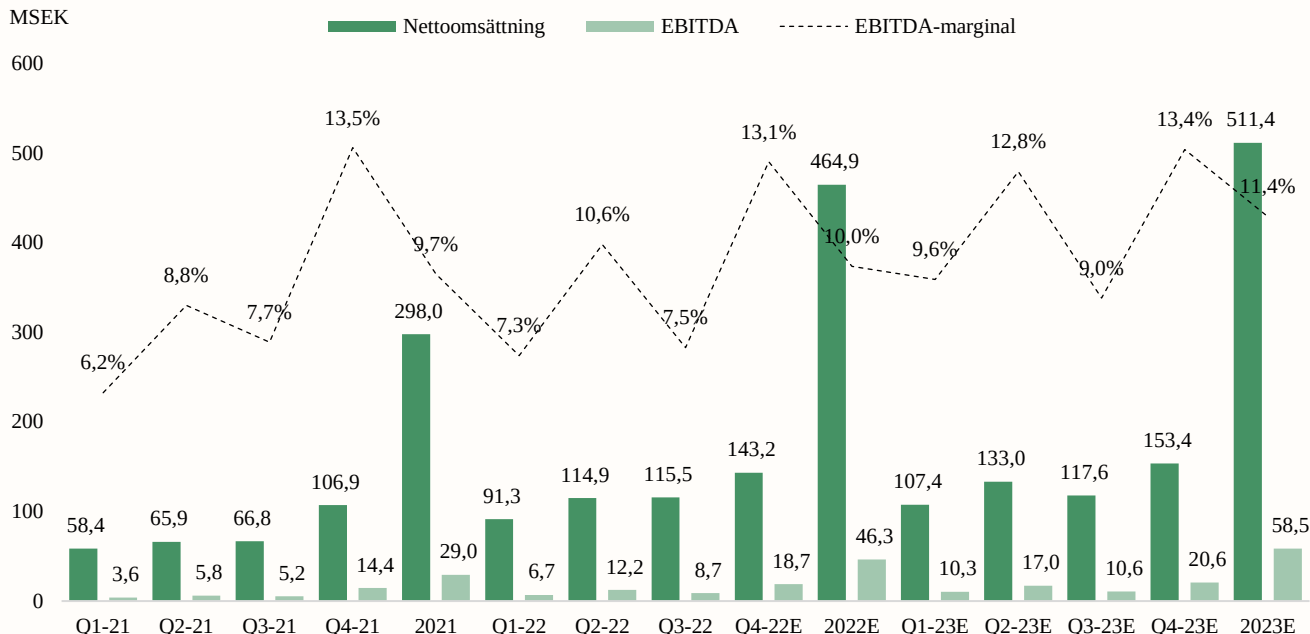
FINANSIELL PROGNOSES

~11 %
EBITDA-
MARGINAL
2023E

Följande är en sammanfattning av våra finansiella prognoser för TCECUR. Under Q4-22 räknar vi med att Koncernens omsättning stiger till ca 143 MSEK, vilket resulterar i att helåret landar på 465 MSEK (ej pro forma). Under 2023, baserat på rådande marknadsklimat, räknar vi med en organisk tillväxt om 10 % för koncernen som helhet och en EBITDA-marginal om ca 11 % i ett Base scenario. Under perioden är det tänkbart att TCECUR kommer att genomföra ytterligare förvärv, vilket i sådant fall skulle innebära att prognoserna kommer justeras.

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

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



Base scenario (MSEK)	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	2021	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22E	2022E	Q1-23E	Q2-23E	Q3-23E	Q4-23E	2023E
Nettoomsättning	58,4	65,9	66,8	106,9	298,0	91,3	114,9	115,5	143,2	464,9	107,4	133,0	117,6	153,4	511,4
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,4	0,6	4,2	5,7	4,3	0,4	1,4	1,5	7,6	1,7	1,8	2,0	2,2	7,8
Totala intäkter	58,9	66,3	67,5	111,1	303,7	95,6	115,3	116,9	144,8	472,5	109,1	134,8	119,7	155,6	519,2
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-26,3	-30,8	-30,2	-47,9	-135,2	-42,1	-50,9	-63,5	-65,9	-222,4	-50,5	-62,0	-53,8	-69,0	-235,2
Bruttoresultat	32,6	35,5	37,2	63,3	168,6	53,5	64,3	53,4	78,9	250,1	58,6	72,9	65,9	86,6	284,0
Bruttomarginal	55,0%	53,3%	54,8%	55,2%	54,7%	53,9%	55,7%	45,0%	54,0%	52,2%	53,0%	53,4%	54,3%	55,0%	54,0%
Personalkostnader	-23,3	-24,2	-25,4	-37,8	-110,8	-39,1	-41,8	-35,4	-47,3	-163,6	-38,7	-42,6	-44,7	-50,6	-176,5
Övriga externa kostnader	-5,6	-5,5	-6,7	-11,0	-28,8	-7,7	-10,4	-9,3	-12,9	-40,2	-9,7	-13,3	-10,6	-15,3	-48,9
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
EBITDA	3,6	5,8	5,2	14,4	29,0	6,7	12,2	8,7	18,7	46,3	10,3	17,0	10,6	20,6	58,5
EBITDA-marginal	6,2%	8,8%	7,7%	13,5%	9,7%	7,3%	10,6%	7,5%	13,1%	10,0%	9,6%	12,8%	9,0%	13,4%	11,4%
Av- och nedskrivningar	-3,0	-3,2	-4,4	-5,4	-16,0	-5,3	-6,0	-6,7	-6,7	-24,7	-6,7	-6,7	-6,7	-6,7	-26,7
EBIT	0,7	2,6	0,8	9,0	13,0	1,3	6,2	2,0	12,1	21,6	3,6	10,3	3,9	14,0	31,9
EBIT-marginal	1,1%	3,9%	1,1%	8,4%	4,4%	1,4%	5,4%	1,8%	8,4%	4,6%	3,4%	7,8%	3,4%	9,1%	6,2%
Ränteintäkter	0,1	0,0	0,1	0,1	0,4	0,0	0,2	0,2	0,2	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,6
Räntekostnader	-0,8	-0,7	-1,3	-2,3	-5,0	-1,0	-1,3	-1,9	-1,9	-6,2	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-7,5
EBT	0,0	1,9	-0,4	6,9	8,3	0,3	5,1	0,3	10,3	15,9	1,9	8,6	2,2	12,3	25,0
Skatt	-0,3	-0,4	0,1	-0,9	-1,5	0,5	-0,8	-0,1	-0,3	-0,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-1,2
Nettoresultat	-0,3	1,5	-0,4	6,0	6,8	0,8	4,3	0,2	10,0	15,2	1,6	8,3	1,9	12,0	23,8
Nettomarginal	-0,5%	2,3%	-0,5%	5,6%	2,3%	0,9%	3,7%	0,1%	7,0%	3,3%	1,5%	6,2%	1,6%	7,8%	4,7%

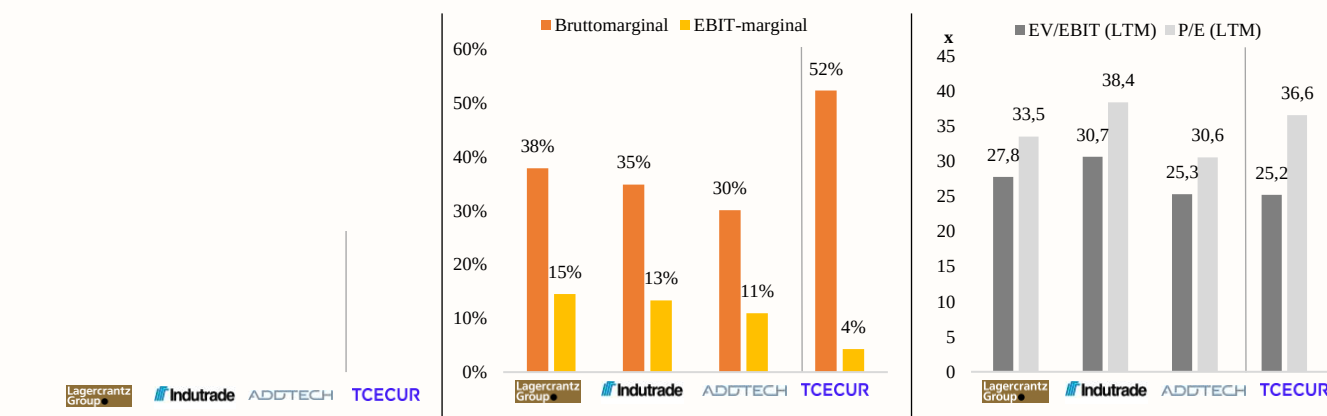
Analyst Groups prognos

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 (ej pro forma)



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.

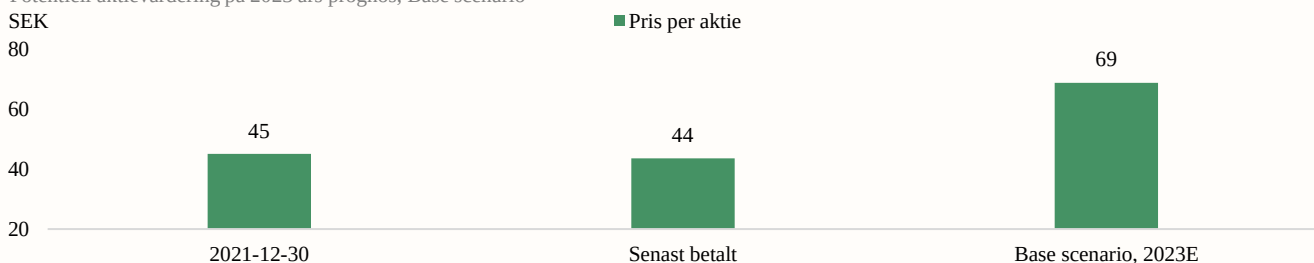
Analyst Groups prognos

Medelvärde av ovan nämnda företags EV/EBIT-multiplar är omkring 28x. Samtliga företag är större än TCECUR och noterade på Nasdaq Large Cap. Det motiverar att TCECUR ska handlas till en värderingsrabatt. Med hänsyn till detta tillämpas en målmultipel om EV/EBITDA 12x på 2023 års prognostiserade EBITDA-resultat, vilket kan jämföras med t.ex. Indutrade som handlas till EV/EBITDA 27x (LTM). Med ett EBITDA-resultat om ca 59 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) omkring 705 MSEK i ett Base scenario. Med hänsyn till skuldsättningsgraden (inkl. nyttjanderättstillgångar) och tillgänglig kassa, ger det ett börsvärde (Market Cap) om ca 648 MSEK, eller 69 kr per aktie.

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, enligt oss, flyger under många investerarens radar. Koncernen värderas idag till ~EV/S 1,0x på 2022 års prognos och 0,9x på 2023 års prognos, något som stärker vår syn om att det finns en fortsatt uppsida i aktien från dagens nivåer.

Givet EV/EBITDA ~12x som målmultipel på 2023 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur, ger det en värdering om ca 648 MSEK.

Potentiell aktievärdering på 2023 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

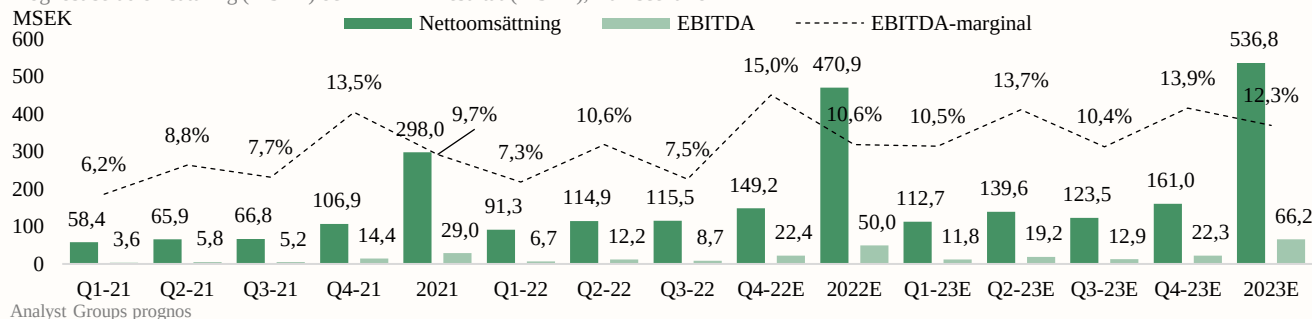
BULL & BEAR

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 försäljning 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-bolagen som kan få medvind från ett ökat behov av att uppgradera befintliga system. Dotterbolagen Automatic Alarm, RF Coverage, LåsTeam, Kungslås och Sectragon resulterar även i en större intäktsbas samt ökad rörelsemarginal.

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

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



77 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

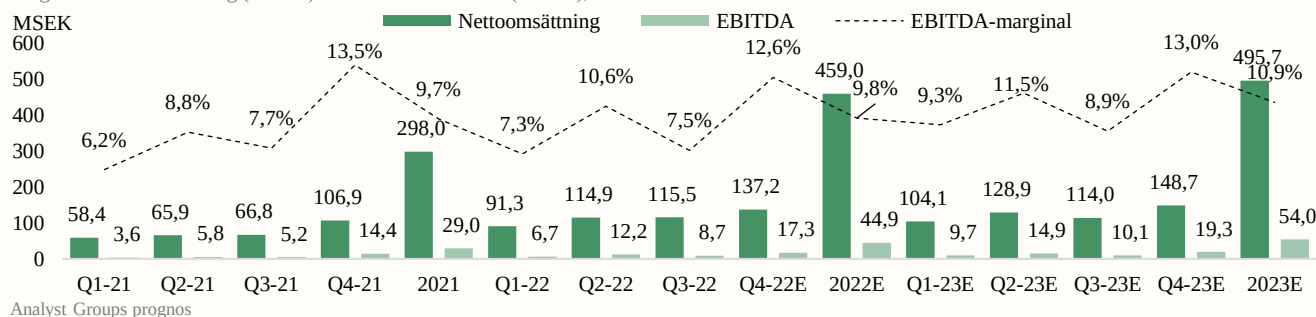
Med en målmultipel om EV/EBITDA 12x på 2023 års prognos erhålls en värdering om 77 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

Bear scenario

Färre kundprojekt av bolagsspecifika anledningar, eller en försämrad konjunktur då tjänsterna och produkterna som tillhandahålls ändå kan anses korrelera med rådande konjunkturcykel, hade påverkat tillväxten och värderingen negativt. Givet ett 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.

Ifall konjunkturer svänger nedåt och investeringsviljan från kunder minskar något, kan det på kort sikt få en negativ påverkan på TCECUR.

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



41 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 41 kr på 2023 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 per 2022-11-11

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 384 765 aktier och 115 000 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 6 287 aktier i TCECUR Sweden AB och 15 000 teckningsoptioner.*

Toste Hedlund, Verkställande Direktör Mysec



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 bolag och via SEC Management AB totalt 481 908 aktier i TCECUR Sweden AB och har ytterligare 10 000 teckningsoptioner.*

Per Lindstrand, Verkställande Direktör AWT



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 privat och via SEC Management AB totalt 237 687 aktier i TCECUR Sweden AB och har ytterligare 10 000 teckningsoptioner.*

Robert Birgersson, Verkställande Direktör TC Connect Sweden



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 privat och via SEC Management AB totalt 3 468 aktier i TCECUR Sweden AB och har ytterligare 10 000 teckningsoptioner.*

Harald Berghy, 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 8 355 aktier och 25 000 optioner i TCECUR Sweden AB.*

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida per 2022-11-11



Jonas Blom, Verkställande Direktör RF Coverage

Jonas är en av grundarna till RF Coverage AB som startade år 2012. Jonas har sedan mitten av 1990-talet primärt arbetat med försäljnings- och ledningsfunktioner inom telekom- och IT segmentet. Jonas har som utbildningsgrund tekniskt 4-årig utbildning på gymnasiet samt diplomerad marknadsekonom på IHM Business School. *Jonas äger 45 537 aktier i TCECUR Sweden AB.*



Klas Ingemarsson, Verkställande Direktör LåsTeam

Klas Ingemarsson var med och grundade LåsTeam Sverige AB år 2000 och har arbetat i säkerhetsbranschen sedan 1997. Klas har erfarenhet av säkerhetsbranschen inom områden som installation, projekt- och företagsledning. Övriga nuvarande befattningar: Styrelseledamot i Lundastenen AB, Styrelseledamot och VD i Säkerhetscenter i Borås AB, Styrelseledamot och VD i Säkerhetsgrinden i Borås Fastighets AB. *Klas äger via Säkerhetscenter i Borås AB 86 270 aktier 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 privat och via Automatic Alarm Stockholm Holding AB 148 775 aktier i TCECUR Sweden AB.*



Mattias Nilsson, Verkställande Direktör Kungslås

Mattias började sin bana i låsbranschen år 1985. År 2000 tog han över Kungslås. Mattias har lång erfarenhet från säkerhetsbranschen och arbetat med allt från verkstad, butiksförsäljning, installation, projektledning och företagsledning.

Mattias äger 17 560 aktier i TCECUR Sweden AB via Kungslås Holding AB.



Anton Juric, Verkställande Direktör Sectragon

Efter gymnasiet och ett år i Kina påbörjade Anton dubbla kandidatprogram vid Stockholms Universitet (juridik samt företagsekonomi) och hade som ambition att arbeta med affärsjuridik. I stället för att göra klart studierna så grundade han i slutet på 2015 Sectragon AB tillsammans med Niklas Lindgren. Det som började som ett projekt växte och är idag ett av branschens snabbast växande och mest lönsamma säkerhetsföretag. På Sectragon har Anton arbetat med affärsutveckling och styrning av större projekt och är idag VD på bolaget.

Anton äger 255 356 aktier i TCECUR Sweden AB via Anton & Niklas Holding AB.

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida per 2022-11-11



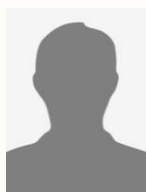
Ole Oftedal, Styrelseordförande i TCECUR Sweden AB

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 privat, via bolag samt via ägande i SEC Management AB totalt 425 997 aktier i TCECUR Sweden AB.*



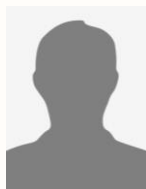
Tommy Lundqvist, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

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 90 601 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 1 859 351 A-aktier och 100 000 B-aktier i TCECUR Sweden AB.*

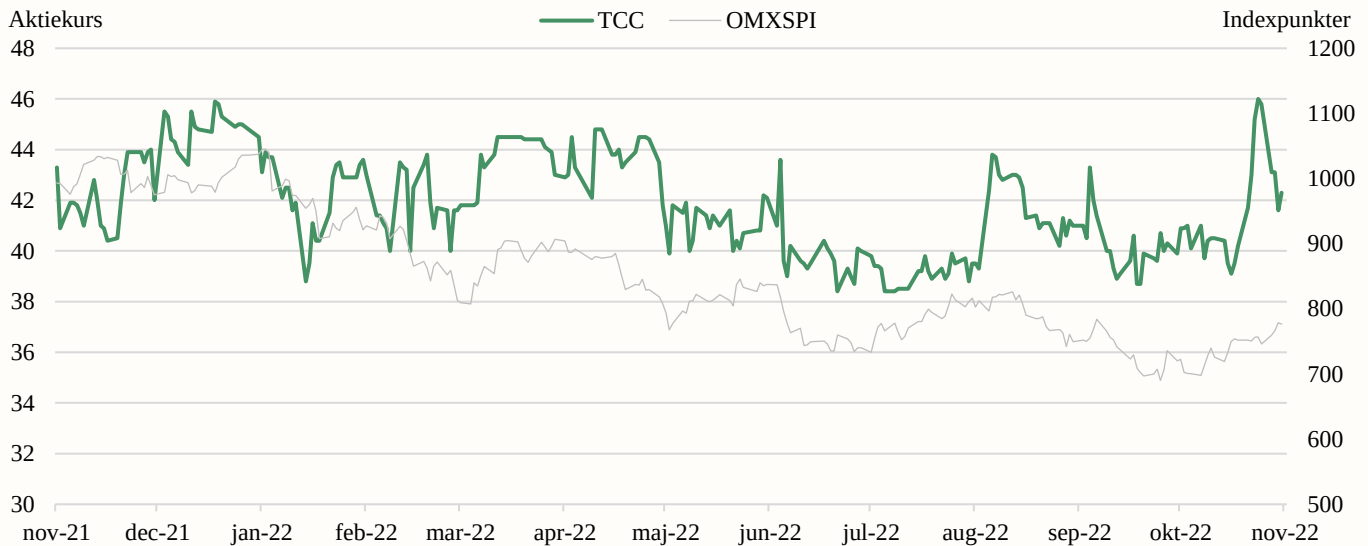


Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

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 1 859 351 A-aktier och 100 000 B-aktier i TCECUR Sweden AB. Martin innehar även 850 aktier privat.*

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



TCECUR (iSEK)	2019	2020	2021	Q1-20	Q2-20	Q3-20	Q4-20	Q1-21	Q2-21	Q3-21	Q4-21	Q1-22	Q2-22	Q3-22
Nettoomsättning	202 705	188 526	298 040	44 975	42 618	38 972	61 961	58 411	65 869	66 836	106 924	91 314	114 911	115 507
Övriga rörelseintäkter	1 918	3 231	5 698	523	1 140	351	1 217	444	413	620	4 220	4 278	366	1 407
Totala intäkter	204 623	191 757	303 738	45 498	43 758	39 323	63 178	58 855	66 282	67 456	111 144	95 592	115 277	116 914
(COGS)	-98 074	-85 653	-135 159	-20 820	-19 148	-18 249	-27 436	-26 286	-30 758	-30 237	-47 877	-42 128	-50 930	-63 499
Bruttoresultat	106 549	106 104	168 579	24 678	24 610	21 074	35 742	32 569	35 524	37 219	63 267	53 464	64 347	53 415
Bruttomarginal	51,6%	54,6%	54,7%	53,7%	55,1%	53,2%	55,7%	55,0%	53,3%	54,8%	55,2%	53,9%	55,7%	45,0%
Personalkostnader	-74 376	-70 306	-110 770	-17 533	-16 249	-12 332	-24 192	-23 349	-24 213	-25 406	-37 803	-39 104	-41 769	-35 432
Övriga externa kostnader	-24 253	-20 901	-28 803	-5 618	-4 983	-3 658	-6 642	-5 597	-5 512	-6 660	-11 034	-7 690	-10 379	-9 269
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	7 920	14 897	29 006	1 527	3 378	5 084	4 908	3 623	5 799	5 153	14 430	6 670	12 199	8 714
EBITDA-marginal	3,9%	7,9%	9,7%	3,4%	7,9%	13,0%	7,9%	6,2%	8,8%	7,7%	13,5%	7,3%	10,6%	7,5%
Av- och nedskrivningar	-9 264	-10 587	-16 000	-2 370	-2 118	-2 494	-3 605	-2 970	-3 205	-4 395	-5 430	-5 347	-6 042	-6 667
EBIT	-1 344	4 310	13 006	-843	1 260	2 590	1 303	653	2 594	758	9 000	1 323	6 157	2 047
EBIT-marginal	-0,7%	2,3%	4,4%	-1,9%	3,0%	6,6%	2,1%	1,1%	3,9%	1,1%	8,4%	1,4%	5,4%	1,8%
Ränteintäkter	145	1 070	363	52	-52	66	1 004	88	33	106	136	36	202	158
Räntekostnader	-3 912	-4 211	-5 029	-1 941	-635	-596	-1 039	-772	-689	-1 296	-2 272	-1 033	-1 271	-1 942
EBT	-5 111	1 169	8 340	-2 732	573	2 060	1 268	-31	1 938	-432	6 864	326	5 088	263
Skatt	430	-84	-1 497	112	104	120	-420	-260	-417	81	-901	504	-813	-103
Nettoresultat	-4 680	1 085	6 843	-2 620	677	2 180	848	-291	1 521	-351	5 963	830	4 275	160
Nettomarginal	-2,3%	0,6%	2,3%	-5,8%	1,6%	5,6%	1,4%	-0,5%	2,3%	-0,5%	5,6%	0,9%	3,7%	0,1%

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

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.

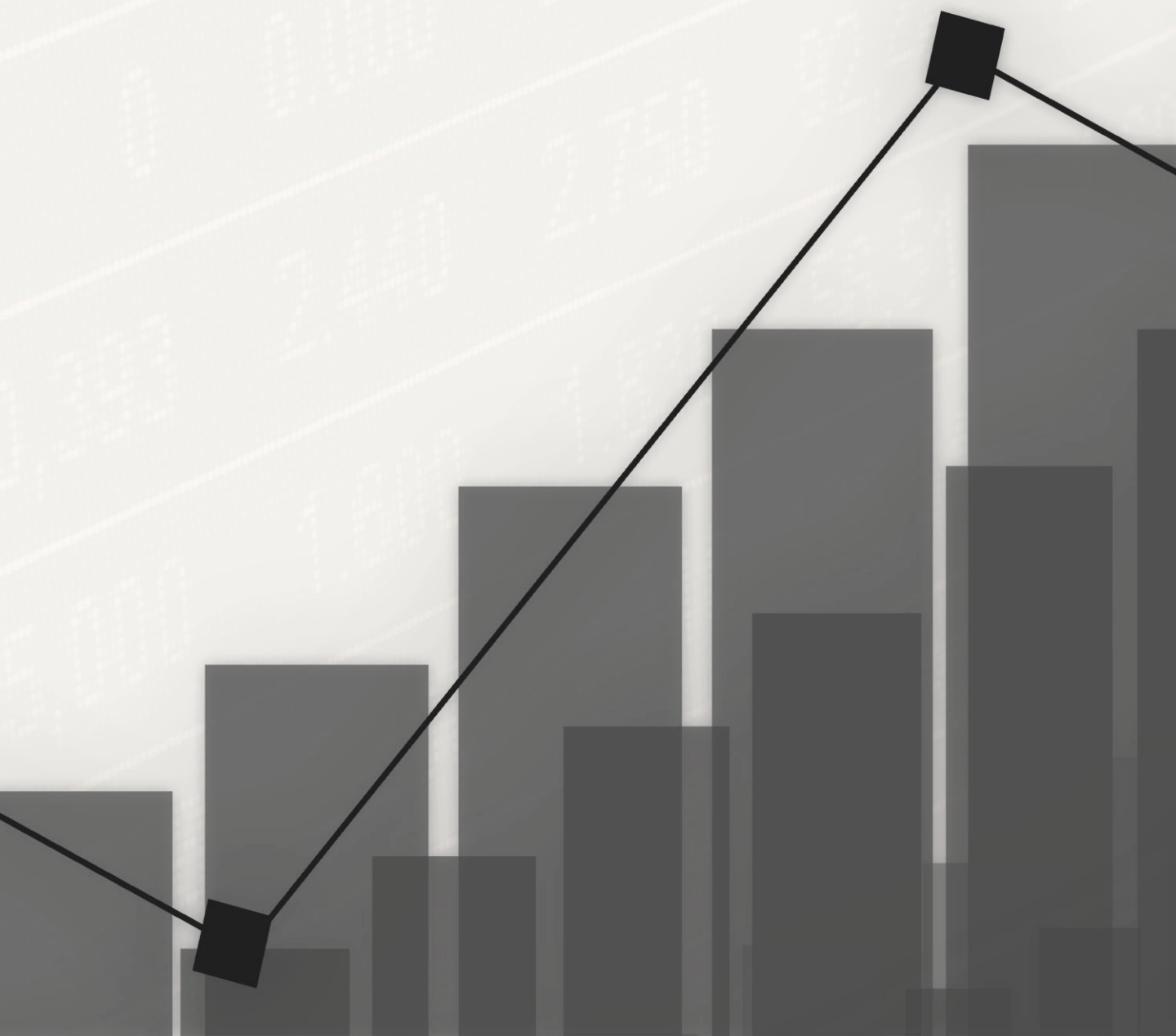
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm