

Rekordstor orderbok och förbättrad lönsamhet

TCECUR ("Koncernen") levererade en Q3-rapport som överraskade positivt på översta raden, men där marginalen inte nådde upp till vårt estimat, främst hänförligt till högre COGS än förväntat. Trots rådande marknadsklimat uppvisar TCECUR en hälsosam tillväxt om 7,6 % och vid utgången av Q3-23 uppgick orderstocken till rekordhöga 214 MSEK, vilket bådär för stark tillväxt under kommande kvartal. Givet att Koncernens genomförda lönsamhetsåtgärder bär frukt finns goda möjligheter till fortsatt stärkt lönsamhet. Vi anser fortsatt att aktien är undervärderad och utifrån en uppdaterad helårsprognos för år 2023, estimeras ett EBITDA-resultat om ca 58,5 MSEK (60,7) i ett Base scenario, vilket leder till ett potentiellt värde per aktie om 66,7 kr (70,0).

Högre omsättning men lägre bruttoreultat än väntat

Under årets tredje kvartal levererade TCECUR en omsättning om 124,3 MSEK (115,5), motsvarande en ökning om 7,6 %, varav den organiska tillväxten var i nivå med 7,6 %, då endast tilläggsförvärvet, Jocab, inkluderas som förvärv under jämförelsekvartalet. Koncernens nettoomsättning kom därmed in något över våra förväntningar i ett Base scenario om 120,5 MSEK. Sett till bruttomarginalen uppgick denna till 49,1 % (45), vilket var 2,9 procentenheter lägre än vårt estimat om 52 %, främst på grund av högre COGS än estimerat, där vi antar att denna post belastats av ökade materialkostnader. Ökade COGS, i kombination med OPEX som var något lägre än vårt estimat, resulterade i ett EBITDA-resultat om 10,2 MSEK (8,7), motsvarande en marginal om 8,2 % (7,5), vilket var något lägre än Analyst Groups estimat om 12,4 MSEK.

Fortsatt lönsamhetsfokus framgent

TCECUR har under kvartalet genomfört en rad aktiviteter som på sikt väntas leda till ökad lönsamhet inom Koncernen, där bl.a. en fusion har genomförts mellan Mysec och Automatic Alarm, i syfte att stärka det sammanslagna produkt- och tjänsteerbjudandet samt att realisera kostnadssynergier genom samordnade inköp. Utöver det har Sectragon genomfört en internationell expansion för att dra nytta av den ökade efterfrågan, vilket Analyst Group estimerar kommer leda till ökad lönsamhet för Koncernen som helhet, givet fortsatt stark tillväxt i kombination med dotterbolagets lönsamma affärsmodell. Givet att TCECUR lyckas exekvera på angivna lönsamhetsåtgärder och därigenom uppnå kostnadssynergier och interna effektiviseringar, ser Analyst Group goda möjligheter för Koncernen att fortsätta förbättra marginalen.

Reviderat värderingsintervall

I samband med Q3-rapporten gör vi mindre justeringar i våra estimat för helåret 2023, vilka innefattar en högre omsättning men med en lägre bruttomarginal. Utifrån en bibehållen EV/EBITDA-multipel om 12x, härleds ett värde per aktie om 66,7 kr (70,0) i ett Base scenario.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
30,9 kr

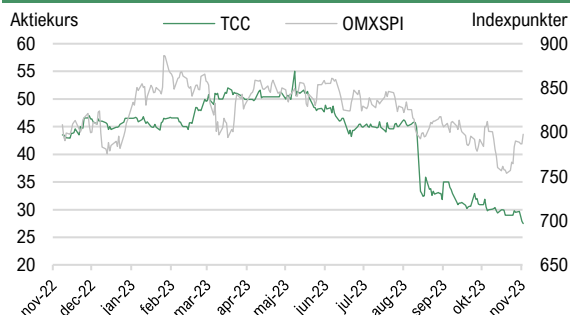
Base
66,7 kr

Bull
71,3 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-11-09)	27,5
Antal Aktier (st.)	9 681 130
Market Cap (MSEK)	266,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	59,8
Enterprise Value (MSEK)	326,0
Lista	Nordic SME
Kvartalsrapport 4 2023	2024-02-26

KURSUMVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS PER 2023-09-30)

Arbona AB (publ)	24,4 %
Nordnet Pension	10,1 %
Never Eat Alone Public Value	9,9 %
Avanza Pension	8,5 %
Klas Zetterman	4,1 %

PROGNOSE (MSEK)	2021 ¹	2022 ¹	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	298,0	499,3	590,0	643,1	707,4
Bruttoreultat	168,6	258,4	307,2	341,2	384,2
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	51,1%	52,0%	53,1%
EBITDA	29,0	52,2	58,5	60,3	88,9
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,9%	9,4%	12,6%
Nettoreultat	6,8	17,7	16,8	22,1	49,5
Nettomarginal	2,3%	3,5%	2,8%	3,4%	7,0%
P/S	0,9	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/S	1,1	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	9,2	5,1	4,6	4,4	3,0
P/E	38,9	15,1	15,9	12,0	5,4

¹Ej pro forma för 2021 och 2022.

Innehållsförteckning

Kommentar Q3-rapport	3-5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell prognos	11-13
Värdering	14-15
Bull & Bear	16
Ledning & Styrelse	17-19
Appendix	20-24
Disclaimer	25

OM BOLAGET

TCECUR Sweden AB ("TCECUR" eller "Koncernen") är en teknikorienterad säkerhetskoncern med lång historik och erfarenheter av leveranser till stora koncerner och den offentliga sektorn. TCECUR består idag av 11 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, Lampport Sweden AB, Automatic Alarm i Stockholm AB, Access World Technic AB, Kungslås AB, Sectragon AB och Sectragon International AB.

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Ole Oftedal (t.f.)

Styrelseordförande Håkan Blomdahl (t.f.)

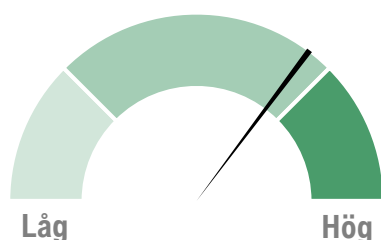
ANALYTIKER

Namn Patrik Brimedahl & Oscar Mårdh

Telefon +46 70 799 26 12

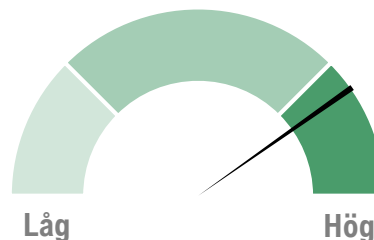
E-mail patrik.brimedahl@analystgroup.se

Värde drivare



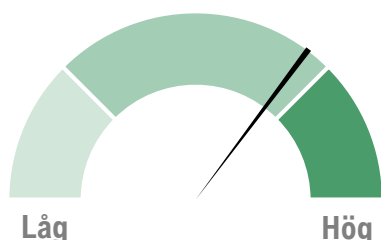
Tillväxt, kostnadssynergier, ökad lönsamhet och bidrag från förvärv är fortsatt värde drivarna för TCECUR under år 2023. Med Kungslås och Sectragon, som förvärvades under år 2022, har TCECUR växlat upp ytterligare i termer av storlek, varpå Koncernens position på marknaden blir allt starkare. Givet ytterligare effektiviseringar inom dotterbolagen bör det kunna realisera en högre marginal, vilket kan komma att driva värderingen.

Lönsamhet



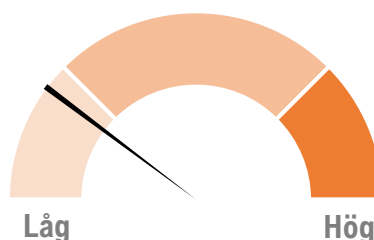
TCECUR är en koncern under uppbyggnad och under de senaste åren har flera dotterbolag tillkommit successivt. Sett till lönsamhet är målsättningen att upprätthålla en EBIT-marginal om 10 % över en konjunkturcykel, och även om Koncernen inte är där riktigt än så ser trenden positiv ut. Vi bedömer därmed fortsatt att utrymme finns för ännu högre marginal, angivet betyg är dock endast baserat på historik och är ej framåtblickande.

Ledning & Styrelse



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 koncernledningen, styrelsen och ledningspersonal i dotterbolagen en stor del av aktierna i TCECUR, vilket ingjuter förtroende samt talar för att de kommer att agera i aktieägarnas främsta intresse framgent.

Risk



TCECURs finansiella position per den 30 september år 2023 är god, med en soliditet på 52 %, en kassa om ca 12,8 MSEK och en outnyttjad checkkredit om 28,5 MSEK. TCECUR uppvisar en ihållande lönsamhet, vilket i kombination med en Nettoskuld/EBITDA om 1,0x, sänker riskprofilen. Det går dock inte att utesluta att den rådande konjunkturen kan komma att påverka TCECUR, även om detta ännu inte varit fallet.

**7,6 %
ORGANISK
TILLVÄXT**

Under det tredje kvartalet år 2023 uppgick nettoomsättningen till 124,3 MSEK (115,5), motsvarande en ökning om 7,6 % Y-Y varav den organiska tillväxten är i nivå med 7,6 %, då endast TC Connect Sveriges tilläggsförvärv av Jocab inkluderas som förvärv under jämförelsekvartalet. Utfallet kan jämföras med Analyst Groups estimat för Q3-23 om 120,5 MSEK i ett Base scenario, vilket TCECUR därmed överträffade med 3,7 MSEK. Sett till Koncernens återkommande intäkter har dessa fortsatt att öka, vilka vid utgången av Q3-23 uppgick till 54,1 MSEK (49,6), motsvarande en ökning om 9,1 % Y-Y. Den totala orderingången under kvartalet uppgick till 136,3 MSEK (132,5) och den rekordstora orderstocken uppgick vid utgången av september till 214 MSEK (205,1).

Lägre bruttomarginal men starkare EBITDA-resultat

Under Q3-23 uppgick bruttomarginalen till 49,1 %, vilket var 2,9 procentenheter lägre än vårt estimat, och innebär således en mindre försämring Q-Q (50 %), men däremot en förbättring i förhållande till motsvarande period föregående år då bruttomarginalen uppgick till 45 %. TCECUR betonade ett ökat fokus på lönsamhet i föregående kvartalsrapport, eftersom Bolaget såg möjlighet till lägre inköpspriser och lagernivåer, samt tydligare styrning och samarbeten med grossister under H2-23. Sett till den lägre bruttomarginalen Q-Q i det tredje kvartalet har dessa lönsamhetsförbättringar ännu inte burit frukt, vilket TCECUR själva lyfter fram i rapporten, då de skriver att lönsamheten inom affärssegmentet Nationella Säkerhetssystem inte når upp till önskad nivå.

Koncernens EBITDA-resultat uppgick under det tredje kvartalet år 2023 till 10,2 MSEK (8,7), vilket är en ökning om 17,1 % mot jämförbart kvartal år 2022, motsvarande en marginal om 8,2 % (7,5). Detta understeg således vårt estimat om 10,3 % i ett Base scenario. Nedan följer en sammanställning och jämförelse mellan vårt kvartalsestimäat och faktiskt utfall, samt en överblick av TCECURs rullande omsättning och EBITDA-resultat de senaste tio kvartalerna. Det är primärt COGS som varit högre under Q3-23 än vad vi tidigare räknat med, där vi antar att denna post belastats av ökade materialkostnader.

Följande är en jämförelse mellan våra estimat, och faktiskt utfall, för tredje kvartalet år 2023.

Utfall vs estimat Q3-23

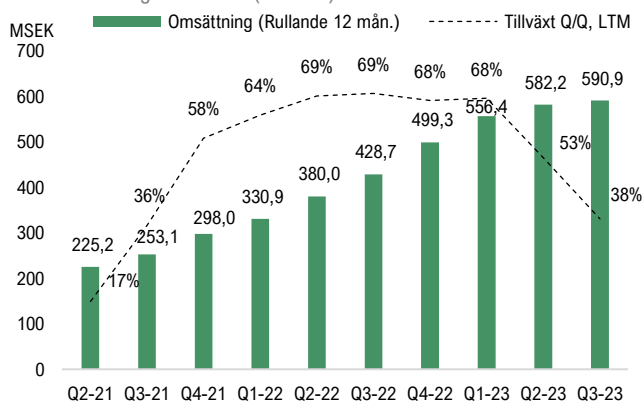


Källa: TCECUR och Analyst Groups tidigare estimat

Utfall vs Estimat (MSEK)	Q3-23A	Q3-23E	Diff.
Nettoomsättning	124,3	120,5	3,7
Övriga rörelseintäkter	0,7	2,8	-2,1
Totala intäkter	125,0	123,3	1,6
COGS	-63,2	-57,9	-5,3
Bruttoresultat	61,8	65,5	-3,7
Bruttomarginal	49,1%	52,0%	-2,9%
Personalkostnader	-39,2	-42,2	3,0
Övriga externa kostnader	-12,4	-10,8	-1,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0
EBITDA	10,2	12,4	-2,2
EBITDA-marginal	8,2%	10,3%	-2,1%

TCECUR uppvisar en fortsatt positiv omsättningstrend...

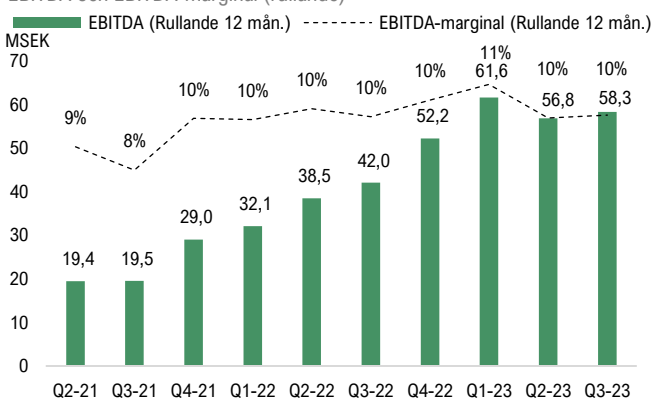
Nettoomsättning och tillväxt (rullande)



Källa: TCECUR

...såväl som resultatrend.

EBITDA och EBITDA-marginal (rullande)



Källa: TCECUR

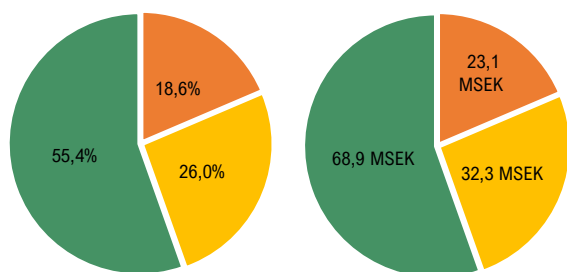
Genomfört flertalet aktiviteter för att stärka lönsamheten framgent

TCECUR har under kvartalet genomfört en rad aktiviteter i syfte att höja lönsamheten framgent, bl.a. genom en sammanslagning av dotterbolagen Mysec och Automatic Alarm, i syfte att skapa ett ledande och komplett säkerhetsbolag, där kostnadssynergier väntas leda till ökad lönsamhet. För att möta den ökade efterfrågan och stimulera en entreprenörsdriven kultur har Sectragon under kvartalet genomfört en internationell expansion genom bildandet av Sectragon International AB, där Anton Juric kliver in som VD i det nystartade bolaget, samtidigt som Niclas Söderström, i dag verksamhetschef i Sectragon, tar över VD-rollen i Sectragons svenska verksamhet. Sectragon är ett lönsamt dotterbolag under stark tillväxt, varför Analyst Group estimerar att denna internationella satsning kommer höja lönsamheten för hela Koncernen på sikt. I januari 2024 tillträder Jacob Philipson som ny VD och koncernchef för TCECUR, och han besitter gedigen erfarenhet inom teknik respektive telekombranschen, där han bl.a. arbetat inom ett världsledande SaaS-bolag för analys och värdering av kommersiella fastigheter. Med Jacobs goda erfarenhet av att driva lönsamma SaaS-bolag bedömer vi att det finns god potential att på sikt öka lönsamheten genom ett ökat fokus på återkommande intäkter samt interna effektiviseringar. Utöver ovan nämnda aktiviteter arbetar TCECUR kontinuerligt med att effektivisera verksamheten, bl.a. genom kostandssynergier i form av samordnade inköp mellan Koncernens dotterbolag.

Under Q3-23 var omsättningen fördelad enligt följande.

Nettoomsättningsfördelningen mellan segment (%), Q3-23

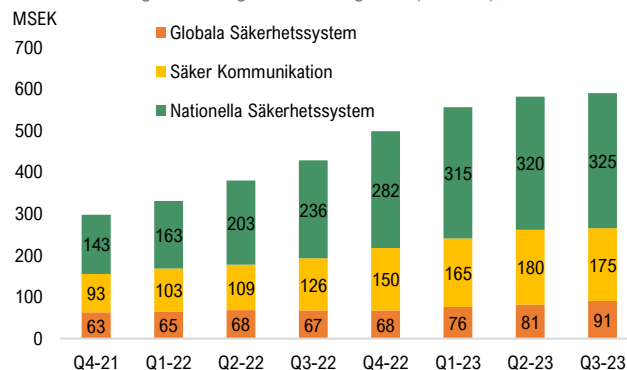
■ Globala Säkerhetssystem ■ Säker Kommunikation ■ Nationella Säkerhetssystem



Källa: TCECUR

Omsättningstrenden är positiv i TCECURs underliggande affärssegment.

Nettoomsättningsfördelningen mellan segment (rullande), Kvartalsvis



Källa: TCECUR

Sett till de tre affärssegmenten *Säker Kommunikation*, *Nationella Säkerhetssystem* och *Globala Säkerhetssystem*, var fördelningen avseende försäljning under Q3-23 enligt ovan figur. Som det framgår står Nationella Säkerhetssystem fortsatt för den största andelen av Koncernens totala försäljning. Den goda utvecklingen som affärsområdet Säker Kommunikation visade upp under H1-23 mattades av under det tredje kvartalet, då omsättningen minskade med 14 % jämfört med samma period föregående år, främst på grund av svåra jämförelsetal eftersom större materialleveranser skedde i Q3-22. Affärsområdet Säker Kommunikation har under de senaste kvartalen uppvisat en stark och lönsam tillväxt, där strax under 25 % av segmentets omsättning utgörs av återkommande intäkter i form av service- och underhållsavtal (SoU). Det återstår att se om den negativa omsättningstillväxten inom affärsområdet håller i sig; Analyst Group estimerar dock att det endast är ett tillfälligt hack i kurvan. Inom affärssegmentet Globala Säkerhetssystem fortsätter dotterbolaget AWT den positiva trenden från föregående kvartal och levererar en stark tillväxt om 65,9 % Y-Y. Under kvartalet har AWT bl.a. stärkt sitt samarbete med en av världens ledande amerikanska elbilstillverkare och mottagit beställningar från ett av världens ledande matleveransföretag, till ett totalt ordervärde om 8,6 MSEK, respektive 5 MSEK. Slutligen uppvisade Koncernens största affärssegment, Nationella Säkerhetssystem, en positiv omsättningstillväxt om 7,6 %, där TCECUR lyfter fram att lönsamheten inte nått upp till önskad nivå.

Rekordstor orderstock banar väg för fortsatt tillväxt framgent

Sett till orderstocken uppgick denna vid utgången av september till totalt ca 214 MSEK. Koncernens verksamhetskritiska produkt- och tjänsteportfölj visar prov på fortsatt stark efterfrågan, vilket speglas i den rekordstora orderstocken, samt ger en viss guidning om förutsättningarna för att TCECUR ska kunna fortsätta uppvisa tillväxt även under kommande kvartal.

Finansiell ställning

1,0x
ND/EBITDA

Nettoskulden per den sista september (exkl. nyttjanderättstillgångar) uppgick till ca 59,8 MSEK, utifrån en kassa om 12,8 MSEK i förhållande till de räntebärande skulderna om 72,6 MSEK. Givet nuvarande EBITDA LTM, motsvarar det en skuldsättning om 1,0x (nettoskuld i förhållande till EBITDA, LTM). Detta är således fortsatt under Koncernens långsiktiga mål om 2,5x, vilket vi ser positivt på, då den starka finansiella ställningen ger TCECUR ökad finansiell flexibilitet och handlingsförmåga avseende bl.a. potentiella förvärv.

Dotterbolaget LåsTeam tecknar prestigefyllt ramavtal med Kammarkollegiet

85,7 MSEK
POTENTIellt
SAMMANLAGT
ORDERVÄRDE

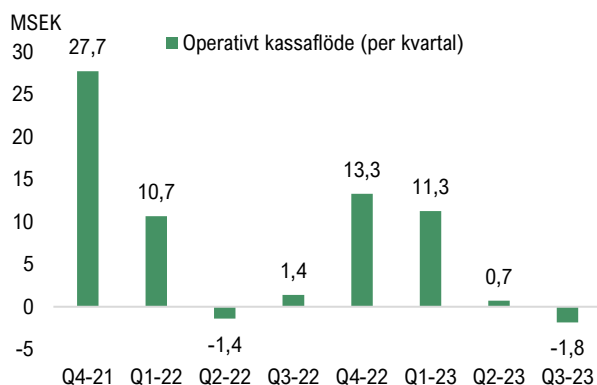
Den 8:e september kommunicerade TCECUR att de, via dotterbolaget LåsTeam, tecknat ett prestigefyllt ramavtal med den statliga myndigheten Kammarkollegiet. Det fyraåriga ramavtalet bedöms ha ett sammanlagt värde om ca 600 MSEK, att fördelas mellan sju olika aktörer, inklusive LåsTeam. Innehållet i ramavtalet spänner över olika säkerhetsområden, såsom låssystem, inbrottslarm, kamerabevakning, brandlarm, talat utrymningslarm och dörrstyrning. Givet ett konservativt antagande att ramavtalet med Kammarkollegiet inte förlängs och att värdet skulle fördelas likvärdigt mellan samtliga sju leverantörer, skulle LåsTeams andel uppgå till ca 85,7 MSEK, motsvarande årliga intäkter om 21,4 MSEK under de kommande fyra åren. TCECURs nettoomsättning uppgår LTM till 590,9 MSEK (ej pro forma) och sett till ramavtalet och den illustrativa fördelningen, utgör värdet om totalt 85,7 MSEK ca 14,5 % av Koncernens rullande nettoomsättning. Detta prestigefyllda ramavtal kan inte bara utgöra en viktig inkomstkälla på sikt, utan bekräftar också TCECURs starka position inom säkerhetsmarknaden och utgör en betydande kvalitetsstämpel som har potential att ge ringar på vattnet framgent.

Kassaflöde

När vi granskar TCECURs kassaflöde från den operativa verksamheten, inklusive förändringar i rörelsekapital, syns tydliga fluktuationer på kvartalsbasis. Denna variation kan förklaras av de säsongsbetingade svängningarna inom branschen. Det rullande kassaflödet, vilket är mer representativt då det "utjämnar" säsongseffekter, visar en stabil trend under de senaste fyra kvartalen, vilket Analyst Group såklart anser är positivt. Under det tredje kvartalet år 2023 uppgår TCECURs rullande *Cash Conversion Ratio*, som är det operativa kassaflödet LTM i förhållande till nettoresultatet LTM, till 1,4x. Med en enkel översättning innebär detta att för varje vinstkrona som TCECUR har genererat har 1,4 kronor i operativt kassaflöde genererats, vilket indikerar att TCECURs finansiella hälsa är fortsatt god, vilket är av yttersta vikt i rådande marknadsklimat.

TCECUR har tydliga säsongsfuktuationer i sitt kassaflöde...

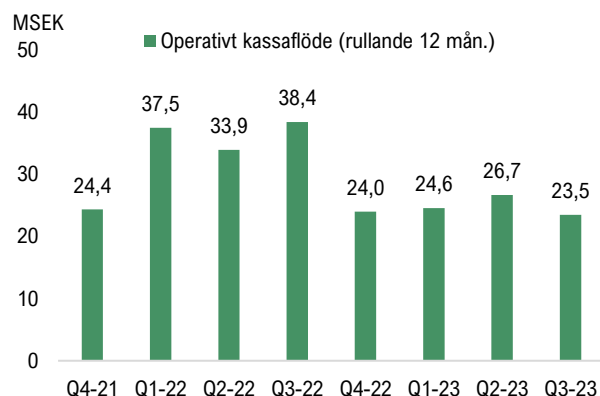
Operativt kassaflöde (kvartal)



Källa: TCECUR

...vilket dock visar en stabil trend under de senaste fyra kvartalen.

Operativt kassaflöde (rullande 12 mån.)



Källa: TCECUR

Sammanfattningsvis levererar TCECUR en solid rapport där nettoomsättningen kom in något över våra förväntningar men där bruttomarginalen understeg våra estimat, vilket sammantaget medförde ett EBITDA-resultat något under våra förväntningar. Med en rekordstark orderstock och fortsatt fokus på att stärka lönsamheten inom Koncernen anser vi att TCECUR är väl rustade inför slutet av året och därefter. Vi vidhåller vår uppfattning att TCECUR-aktien, vid nuvarande nivåer, är fortsatt undervärderad och att det finns god potential till uppsida på lång sikt.

Kapitaliserar på en växande säkerhetsmarknad

Den teknologiska och digitala utvecklingen resulterar i ökade krav på säkerhet och tillförlitlighet, där aktörer globalt investerar avseende identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, samt 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 (2022) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 434 mdUSD år 2022 till ca 707 mdUSD år 2027, motsvarande en CAGR om 10,3 %. TCECUR adresserar flera branscher och aktörer där kraven på säkerhet är hög, bl.a. inom globala banker, stora produkt- och tjänsteföretag, samhällskritiska organisationer m.fl. TCECUR har under de senaste åren byggt en allt större koncern, både organiskt och genom förvärv, med fokus på komplexa helhetslösningar för att tillgodose det ökade säkerhetsbehovet på marknaden. Med den nuvarande koncernen kan TCECUR utveckla, leverera, serva och underhålla avancerade säkerhetssystem och säker kommunikation. Bolagets skräddarsydda lösningar med hög teknikhöjd resulterar i höga byteskostnader, vilket i kombination med långvariga kundrelationer bidrar till återkommande intäktsströmmar, tillika kassaflöden.

TCECUR förväntas växa både organiskt och genom förvärv

TCECUR är en koncern bestående av säkerhetsorienterade dotterbolag, verksamma inom marknader såsom radiokommunikation i säkra miljöer, högteknologiska och biometrisk säkerhetssystem inom övervakning, passersystem, larm, låssystem, kontrollrum m.m. Affärsmodellen har likheter med aktörer som bl.a. Lagercrantz, Indutrade och Addtech, där lönsamma företag med god tillväxt identifieras, förvärfvas och integreras som fristående dotterbolag inom koncernen. De förvärfvade bolagen drar nytta av Koncernens omfattande *know-how* och strukturkapital för att realisera synergier, samtidigt som den decentraliserade organisationsstrukturen skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt, där dotterbolagen styrs under egen ledningsgrupp. Existerande och framtida dotterbolag kan dra nytta av korsförsäljning och kompletterar varandra både tekniskt och geografiskt, vilket ökar TCECURs chanser att vinna upphandlingar och främjar organisk tillväxt på lång sikt. Därmed skapas en attraktiv tillväxtplattform för mindre entreprenörsdrivna säkerhetsbolag, vilket möjliggör för TCECUR att identifiera förvärvsobjekt till låga värderingsmultiplar, där Analyst Group ser en genomsnittlig multipel om ca EV/S 0,7x. Vartefter de förvärfvade bolagen konsoliderats med Koncernen uppnår de samma värdering som TCECUR, vilket skapar ett multipelarbiterage.

Har genomfört flera lyckade förvärv

Under maj år 2022 förvärfvade TCECUR företagen Kungslås och Sectragon, vilket är ett steg i rätt riktning mot att uppnå en rörelsemarginal om 10 %, då dessa bolag bidrar med god lönsamhet till Koncernen. Idag består TCECUR av totalt 11 dotterbolag, verksamma inom tre affärssegment: *Globala Säkerhetssystem*, *Nationella Säkerhetssystem* och *Säker Kommunikation*. För en investerare innebär detta en breddad 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 säkerhetsbolag som Tempest Security, Nordic LEVEL Group m.fl., vilka kan argumenteras för att ha ett smalare fokus inom sina respektive branschgrenar. Analyst Group bedömer att det finns god potential för marginalexpansion framgent, då bruttomarginalen estimeras öka till följd av realiserade synergieffekter mellan dotterbolagen samt ytterligare effektiviseringar inom Koncernen.

God finansiell position och utrymme för fler förvärv

Vid utgången av Q3-23 uppgick TCECURs kassa till 12,8 MSEK med en soliditet om 52 %, en outnyttjad checkkredit om 28,5 MSEK och en låg och stabil Nettoskuld/EBITDA om 1,0x. Den finansiella ställningen bidrar dels till att den organiska tillväxten kan fortsätta genom bl.a. ytterligare investeringar i R&D och expansion till nya marknader, dels till att strategiska förvärv kan finansieras, vilket blev tydligt under maj år 2022 när, som nämnts, Kungslås och Sectragon förvärfvades.

Sammanfattad prognos

I ett Base scenario prognostiseras TCECUR år 2023 omsätta ca 590 MSEK med en EBITDA-marginal om 9,9 %. Baserat på en applicerad EV/EBITDA multipel om 12x på 2023 års estimerade EBITDA-resultat, med hänsyn till den antagna kapitalstrukturen, samt kompletterat med en DCF-värdering, härleds ett potentiellt värde per aktie om 66,7 kr.

10,3 %
ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT

BEPRÖVAD OCH
FRAMGÅNGSRIK
FÖRVÄRVS-
STRATEGI

GOD POTENTIAL I
KOMBINATION MED
DIVERSIFERAD
RISKSPRIDNING

590 MSEK
ESTIMERAD
OMSÄTTNING
ÅR 2023



218

MEDARBETARE

TCECUR är en teknikorierad koncern inom säkerhet med lång historik och erfarenhet av leveranser till stora företag och den offentliga sektorn. TCECURs 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 år 2023 uppgick antalet medarbetare till 218 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 förvävsstrategi

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.

Historiska förvärv	År	Oms. vid förvärv LTM (MSEK)	Köpeskillning (exkl. tillägg)	Köpeskillning Prestationsbaserad	Total köpeskillning	x Sales (exkl. tillägg)	x Sales (inkl. tillägg)
RAKOM	2017	8,0	1,3	0,0	1,3	0,2	0,2
AWT	2017	9,0	8,0	5,0	13,0	0,9	1,4
Mysec	2018	29,0	N/A	N/A	21,3	N/A	0,7
Larmator	2019	7,0	1,5	1,5	3,0	0,2	0,4
Comex	2019	N/A	N/A	N/A	1,0	N/A	N/A
Automatic Alarm	2020	41,3	20,0	7,0	27,0	0,5	0,7
RF Coverage	2021	20,0	7,0	8,0	15,0	0,4	0,8
Låsteam	2021	90,0	50,0	15,0	65,0	0,6	0,7
Kungslås	2022	20,0	18,9	1,2	20,1	0,9	1,0
Sectragon	2022	50,0	48,2	9,7	57,9	1,0	1,2
JOCAB	2022	4,0	2,3	0,5	2,8	0,6	0,7
Genomsnitt		27,8	17,5	5,3	20,7	0,6	0,8
Median		20,0	8,0	5,0	15,0	0,6	0,7

I dagsläget består Koncernen av 11 olika dotterbolag⁵.

Befintliga dotterbolag inom Koncernen

TCECUR

**11 ST.
DOTTER-
BOLAG
INOM
KONCERNEN**



¹TC Connect förvärv RA Kommunikationsteknik AB (RAKOM)

²Mysec förvärv Larmator

³AWT förvärv Comex

⁴TC Connect förvärv JOCAB

⁵Mysec och Automatic Alarm har gått samman

Källa: TCECUR

Urval av kunder
Säker KommunikationUrval av kunder
Nationella SäkerhetssystemUrval av kunder
Globala Säkerhetssystem

TCECURs dotterbolag verkar inom tre affärssegment, vilka är Säker kommunikation samt Nationella- och Globala säkerhetssystem.

Säker Kommunikation – tillhandahåller design och systemintegration för trådlös röst- och datanätverkskommunikation, samt högkvalitativ service och underhåll för professionella användare inom offentliga institutioner och andra verksamheter av samhällskritisk karaktär. Detta inkluderar exempelvis energiföretag som ställer höga krav på säkerhet och kontinuerlig tillgänglighet. TCECURs dotterbolag TC Connect Sverige, TC Connect Norge och RF Coverage är verksamma inom detta affärssegment.

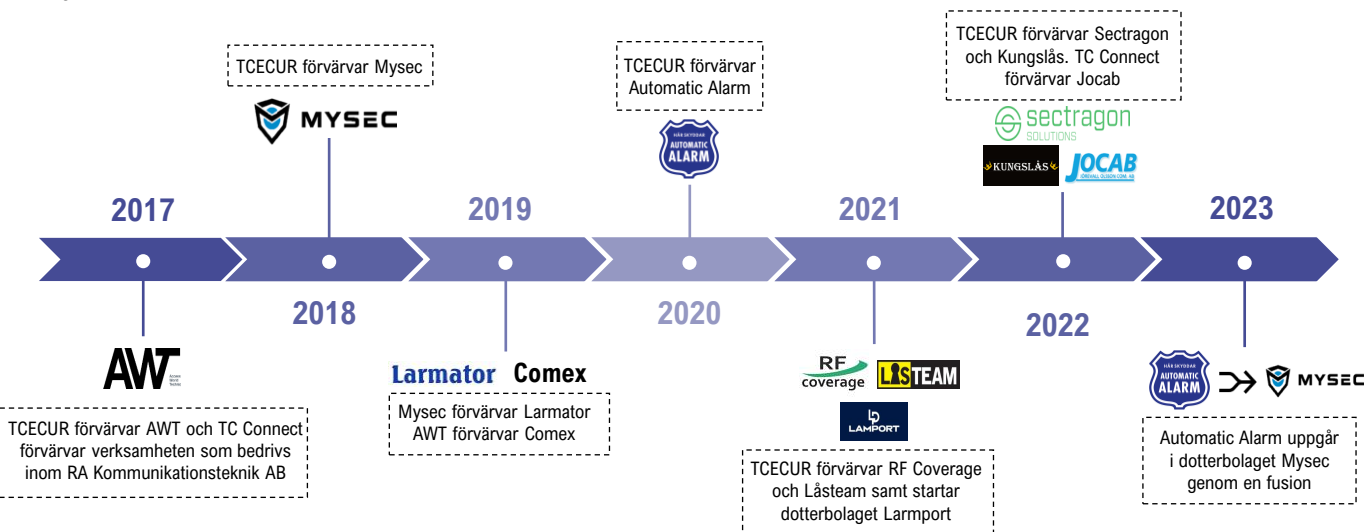
Nationella Säkerhetssystem – erbjuder en omfattande tjänsteportfölj som består av utveckling, design, integration, installation, professionell service och kontinuerligt underhåll av säkerhetstekniska lösningar för såväl offentliga myndigheter som privata företag. Denna inkluderar helhetslösningar som omfattar digitala passersystem, lås, inbrottslarm, brandsäkerhet, kameraövervakning samt larmövervakning. Affärsområdet utgörs av Mysec, Sectragon, Automatic Alarm, Kungslås, Låsteam och Lamport.

Globala Säkerhetssystem – erbjuder, likt affärsområdet Nationella säkerhetssystem, ett heltäckande tjänsteutbud som innefattar utveckling, design, integration, installation, samt högkvalitativ professionell service och underhåll av säkerhetstekniska lösningar till globala organisationer med höga krav på tillförlitliga säkerhetslösningar. Helhetslösningarna innefattar digitala passersystem, lås, inbrottslarm, kameraövervakning och "one access" för global övervakning. Dotterbolagen AWT och Sectragon International är verksamma inom affärsområdet Globala säkerhetssystem.

Bolagets kunder, både inom privat och offentlig sektor, erbjuds komplexa och skräddarsydda helhetslösningar där en kombination av tjänster integreras för att möta de specifika behoven. Kundenpassade och verksamhetskritiska säkerhetssystem, i kombination med en hög teknikhöjd, bidrar till höga byteskostnader, då byte av säkerhetssystem är en kostsam och tidskrävande process. En central beståndsdel i Bolagets affärsmodell är dess förmåga att etablera långvariga relationer med kunderna, vilket medför att kundbasen har ett starkt förtroende för TCECUR när det gäller att kontinuerligt möta efterfrågan på komplexa och sofistikerade säkerhetslösningar. TCECURs skräddarsydda och komplexa säkerhetslösningar samt långvariga relationer leder till en *sticky* affärsmodell. Under år 2022 uppgick ca 10 % av koncernens omsättning av återkommande intäkter i form av service- och underhållsavtal (SoU) samt avtalsbundna intäkter genom Bolagets automatiska larmförmedlingstjänst, där merparten är hänförlig till affärssegmentet Säker kommunikation. Även om endast 10 % av omsättningen är av återkommande karaktär leder de långvariga och starka relationerna i regel till uppdaterade avtal och därmed en ökad grad av föutsägbara intäktsströmmar, tillika kassaflöden.

De förvärvade bolagen får ta del av TCECURs decentraliserade organisationsstruktur och behåller i hög utsträckning sin autonomi.

Tidslinje över händelser mellan åren 2017-2023



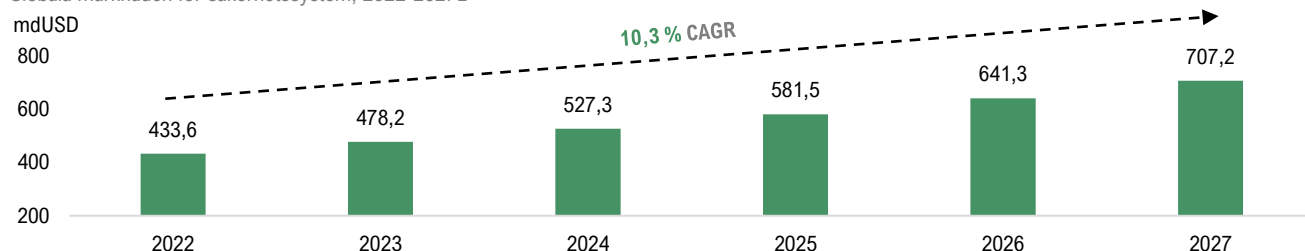
Källa: TCECUR

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 säkerhetshänsyn, 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 (2022) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 434 mdUSD år 2022 till ca 707 mdUSD år 2027, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 10,3%.¹

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

Globala marknaden för säkerhetssystem, 2022-2027E



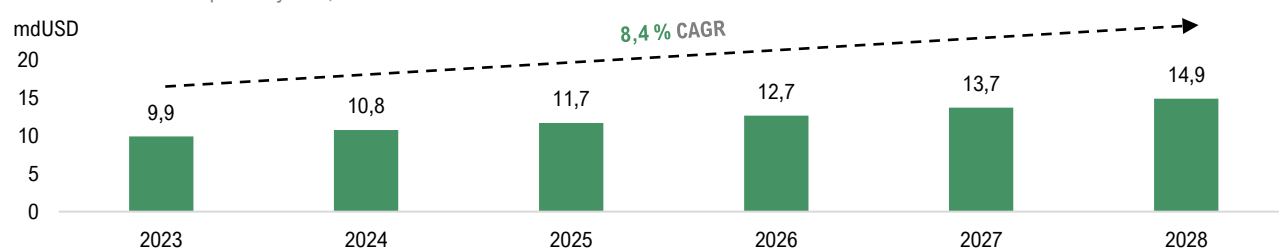
Källa: MarketsandMarkets, 2022

Den globala marknaden för trådlösa säkerhetssystem förväntas växa årligen (CAGR) med ca 12,6 % under perioden 2023 till 2030, för att nå ett marknadsvärde om 132 mdUSD år 2030.² 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 15 mdUSD år 2028, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 8,4 %.³ Marknadstillväxten drivs bl.a. av den globalt växande efterfrågan på säkerhetslösningar, tekniska framsteg och ny användning av trådlös teknik i säkerhetssystem samt ökad användning av IoT-baserade säkerhetssystem.

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

Globala marknaden för passersystem, 2023-2028E



Källa: MarketsandMarkets, 2023

Enligt MarketsandMarkets uppskattas marknaden för videoövervakning växa från 53,7 mdUSD år 2023 till 83,3 mdUSD år 2028.⁴ 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, 2022, *Public Safety and Security Market by Component - Global Forecast to 2027*

²Consegic Business Intelligence, 2023, *Wireless Security System Market Forecast 2023-2030*

³MarketsandMarkets, 2023, *Access Control Market by Offering - Global Forecast to 2028*

⁴MarketsandMarkets, 2023, *Video Surveillance Market by Offering - Global forecast to 2028*

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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. IMARC Group (2023) prognostiserar att biometrimarknaden kommer att växa med ca 17,4 % årligen (CAGR) från år 2023 till år 2028, för att då nå ett marknadsvärde om ca 87,4 mdUSD.¹

Beroende på biometrilösning förväntas olika tillväxttakter framgent.

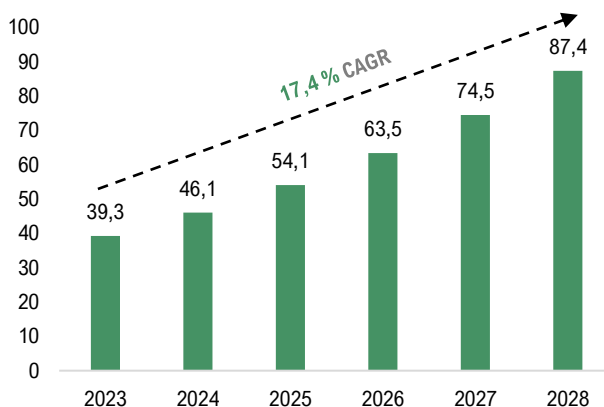
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: TCECUR och Analyst Groups illustration

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Globala biometrimarknaden, 2023-2028
mdUSD



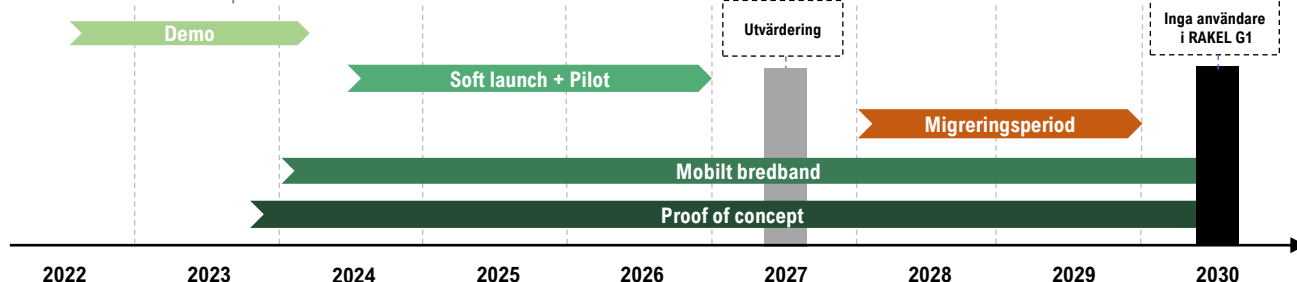
Källa: IMARC Group, 2023

I Sverige finns RAKEL, vilket är ett nationellt system för räddningstjänsten, med över 600 anslutna organisationer. RAKEL, vilket är TC Connect Sveriges 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 inom räddningstjänsten. Mellan åren 2024-2040 förväntas de totala investeringarna uppgå till 11,2 mdSEK, vilka omfattar etablering av systemet och utrullning av ett eget nät samt reinvesteringar som en del av livscykelhanteringen.

I en rapport från februari år 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 slutredovisning av planerings- och förberedandeuppdraget som presenterades av MSB och Trafikverket den 1 februari år 2023. 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 placerar Koncernen i en gynnsam position för att fortsätta vinna marknadsandelar.

Nästa generations RAKEL förväntas vara en tillväxt drivare och en viktig marknad för TC Connect Sverige framgent.

MSB:s kommunicerade tidsplan för RAKEL G2

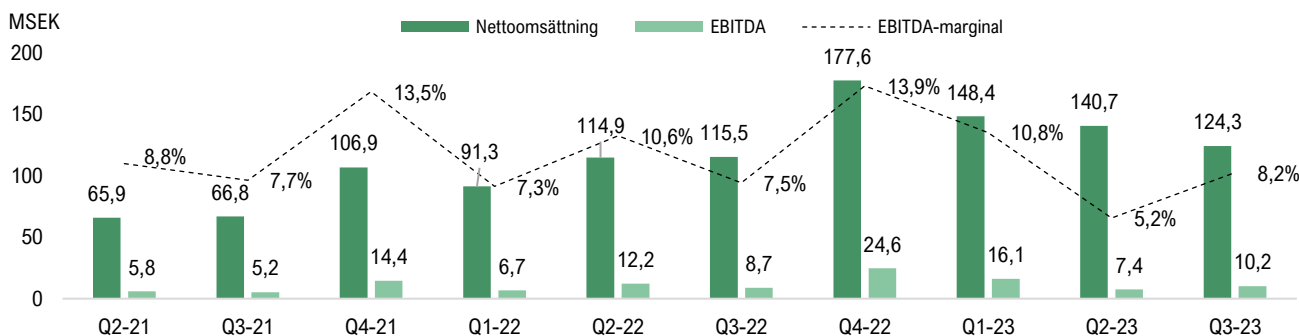


Källa: MSB, 2023, Raket G2 utredningsuppdrag och planering

För helåret 2022 uppgick nettoomsättningen till 499 MSEK, motsvarande en total ökning om 68 %. Den historiska tillväxten kan härledas från organisk utveckling såväl som genomförda förvärv, och enbart sett till den organiska tillväxten uppgick denna till 23 % under år 2022 (pro forma), vilket översteg Bolagets långsiktiga målsättning om 10 %. Bolagets EBITDA-marginal stärktes från 9,7 % år 2021 till 10,5 % år 2022 och på EBIT-nivå stärktes marginalen från 4,4 % till 5,4 %, vilket tyder på att Bolaget tog ett steg i rätt riktning för att nå målet om 10 % rörelsemarginal. Under de första nio månaderna av år 2023 uppgick omsättningen till 413,3 MSEK, motsvarande en tillväxt om 28,5 %, varav den organiska tillväxten uppgick till 17,2 %. Vid utgången av Q3-23 uppgick den samlade orderstocken till 214 MSEK, vilket tyder på att Bolaget har fortsatt starkt momentum.

Med god organisk tillväxt, i kombination med ytterligare förvärv, fortsätter TCECUR att bredda sin marknadsposition och generera lönsam tillväxt.

Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal

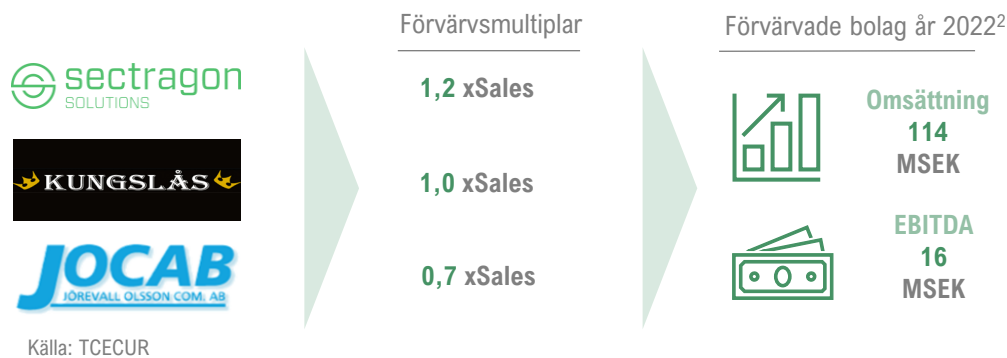


Källa: TCECUR

TCECUR har mellan åren 2018-2022 uppvisat en genomsnittlig årlig nettoomsättningstillväxt om 27,7 %, vilken har drivits dels organiskt, dels genom förvärv. Sedan noteringen år 2017 har TCECUR, tillsammans med dotterbolagen, genomfört 11 förvärv. Likt vi tidigare kommunicerat har vi räknat med att TCECUR kommer att fortsätta förvärva bolag, vilket t.ex. visade sig under maj år 2022 när Kungslås och Sectragon förvärvades. Under september år 2022 förvärvade dessutom TC Connect Sweden samtliga aktier i Jörevall & Olsson Communication AB ("JOCAB"). 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 TCECURs finansiella förutsättningar, räknar vi med att förvärv sker, där tillkommande dotterbolag således får ses som en extra option avseende 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 en del av Koncernen sedan 6 år respektive 5 år. AWT och Mysec har mellan åren 2018 och 2022 ökat nettoomsättningen med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om 18,6 %, respektive 19,6 %¹, samtidigt som de bibehållit lönsamheten. Detta tyder på att TCECURs affärsmodell om att identifiera lönsamma bolag med stark entreprenöriell ledning, förvärva och sedan låta dem fortsätta växa organiskt och utvecklas inom en decentraliserad koncernstruktur, på ett tydligt vis burit frukt.

TCECUR fortsatte exekvera på sin uttalade förvärvsstrategi under år 2022, då tre förvärv genomfördes.

TCECURs tre genomförda förvärv under år 2022



¹Data hämtat från Alla Bolag

²Data hämtat från Alla Bolag

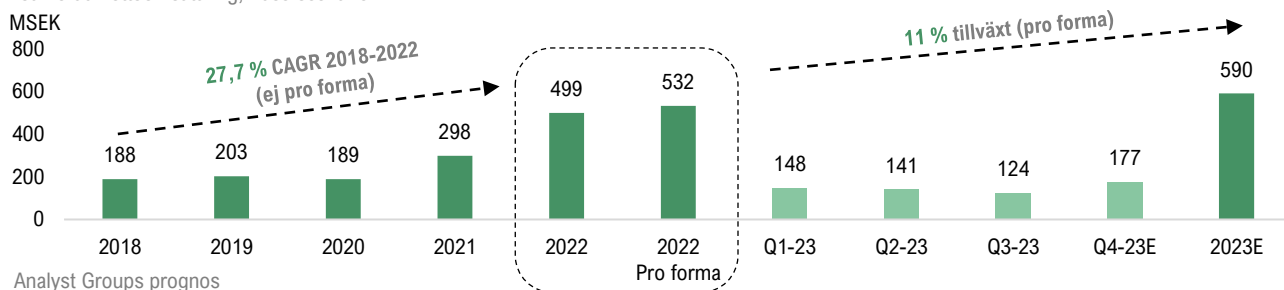
Omsättningsprognos

11 %
OMSÄTTNINGSTILLVÄXT 2023E

Under år 2021 uppgick TCECURs omsättning Pro Forma till 362 MSEK, där den organiska tillväxten (Pro forma) uppgick till 12 %. För år 2022 uppgick som nämnt Koncernens rapporterade omsättning till 499 MSEK, och under samma period var Pro Forma-omsättningen 531,5 MSEK. Givet att TCECUR kan hantera rådande/kommande marknadsklimat på ett framgångsrikt vis, estimerar vi att försäljningen kan stiga med 11 % under år 2023 och då nå ca 590 MSEK, att jämföra mot 531,5 MSEK i Pro forma-omsättningen år 2022. Tillväxten förväntas delvis drivas av den strukturella medvinden inom den globala säkerhetsmarknaden, där de primära drivkrafterna är ökade upplevda hot i samhället och den tekniska utvecklingen som medför ökad digitalisering. Utöver att TCECUR förväntas rida på den strukturella tillväxtvägen, förväntas även en realisering av nuvarande orderbok, uppskalning av tidigare ordrar och nya tillkommande affärsmöjligheter bidra till tillväxt framgent. Ett exempel på organisk geografisk expansion är dotterbolaget AWTs etablering i Norge (Q4-22) och Finland (Q1-23), där AWT växer tillsammans med en av deras större kunder, en amerikansk elbilstillverkare, som expanderat kraftigt i Norden. Den svagare konjunkturen till trots, som präglats av stigande inflation och räntor samt en allt högre osäkerhet i vår omvärld, har TCECUR visat motståndskraft och följaktligen gett prov på en affärsmodell av ocyklisk karaktär. Med anledning av TCECURS erbjudande av verksamhetskritiska säkerhetslösningar, vilka väntas bibehålla en stadig efterfrågan oberoende av konjunkturläget, estimerar Analyst Group en stabil omsättningstillväxt under de kommande åren, vilket återspeglas i den förväntade årliga nettoomsättnings-tillväxten (CAGR) under perioden 2023-2025, som estimeras uppgå till 9,5 %.

TCECUR förväntas rida på den strukturella tillväxtvägen inom säkerhetsmarknaden.

Estimerad nettoomsättning, Base scenario



Brutto- och rörelsekostnader

TCECURs bruttomarginal uppgår till 49,9 % LTM. Dotterbolagen inom Koncernen verkar inom olika förgreningar av säkerhetsmarknaden, där det varierade produkt- och tjänsteutbudet innebär att lönsamheten skiljer sig mellan företagen. Dotterbolagen uppvisade varierande EBIT-marginaler år 2022, där Kungslås sticker ut på uppsidan med en marginal om 22,6 %, medan LåsTeam hade ett tuffare år och vände till förlust på rörelsenivå. År 2022 stärktes Koncernen i samband med förvärven av Sectragon och Kungslås, vilket förväntas bana väg för starkare marginaler framgent, givet de förvärvade bolagens lönsamhet.

Dotterbolag ¹ 2022 (MSEK) ²	Säker Kommunikation		Nationella Säkerhetssystem					Globala säkerhetssystem
	TC Connect Sverige	RF Coverage	Mysec	Sectragon	Automatic Alarm	Kungslås	LåsTeam	AWT
Nettoomsättning	37,97	43,02	66,97	83,36	43,67	26,77	103,93	52,42
EBIT	3,3	5,3	4,63	8,85	1	6,05	-0,1	0,3
EBIT-marginal	8,7%	12,3%	6,9%	10,6%	2,3%	22,6%	-0,1%	0,6%

I takt med att Koncernen vuxit sig större de senaste åren, både organiskt och genom förvärv, har Bolaget utökat marknadspositionen, vilket Analyst Group anser leder till en bättre förhandlingsposition gentemot grossister avseende inköpspriser. Under Q3-23 meddelade TCECUR att dotterbolagen Mysec och Automatic Alarm går samman för att skapa ett än mer konkurrenskraftigt säkerhetsbolag med en bredare produkt- och tjänsteportfölj samt en mer kostnadseffektiv verksamhet. Analyst Group estimerar att Bolaget lyckas realisera kostnadssynergier och därmed stärka bruttomarginalen, vilken estimeras stiga från 50,2 % år 2022 till 53,1 % år 2025.

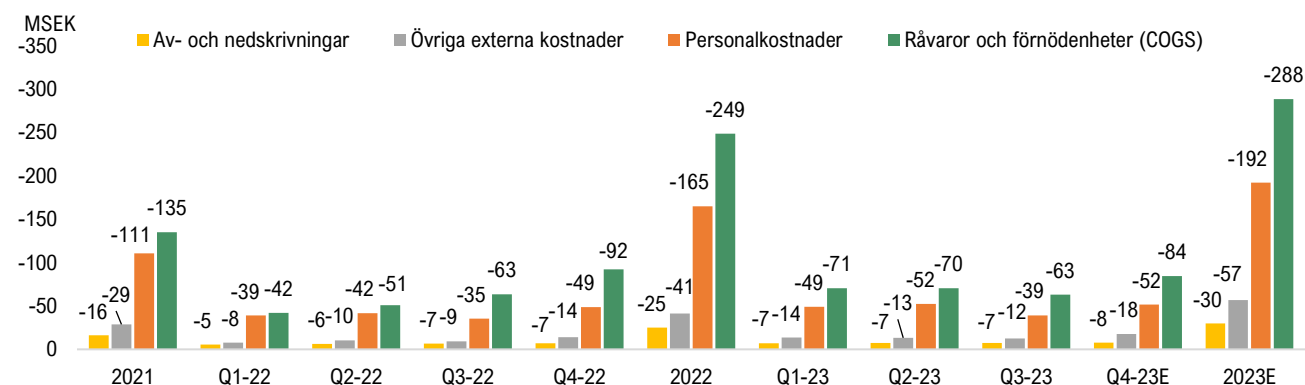
¹Dotterbolagen Sectragon International, Lamport och TC Connect Norge saknas i tabellen²Data hämtat från Alla Bolag

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

På rörelsenivå är det personalkostnader som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgår till 189 MSEK, motsvarande 32 % av Koncernens omsättning (ej pro forma). I takt med att TCECURS 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 året 2023 estimerar att personalkostnaderna står för cirka 33 % 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 (~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

**9,9 %
EBITDA-
MARGINAL
2023E**

Följande är en sammanfattning av våra finansiella prognoser för TCECUR. Under år 2023 estimerar vi att Koncernens omsättning stiger till 590 MSEK, motsvarande en organisk tillväxt om 11 % jämfört med Pro forma-omsättningen om 531,5 MSEK under år 2022, med en EBITDA-marginal om ca 9,9 % i ett Base scenario. Mellan åren 2023-2025 estimeras en genomsnittlig årlig nettoomsättningstillväxt (CAGR) om 9,5 %. Framöver förväntas kostnadssynergier realiseras genom ökade inköpsvolymerna till mer fördelaktiga villkor samt genom operationella effektiviseringar inom koncernen, vilket väntas ligga till grund för en marginalexpansion framgent, vilket återspeglas sig i den estimerade EBITDA-marginalen som väntas stiga från 10,5 % år 2022 till 12,6 % år 2025. Under perioden förväntas TCECUR genomföra ytterligare förvärv, vilket i sådant fall skulle innebära att prognoserna kommer justeras.

Base scenario: Resultaträkning (MSEK)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	298	499	590	643	707	778
Övriga rörelseintäkter	6	8	6	8	8	9
Totala intäkter	304	507	596	651	716	787
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135	-249	-288	-308	-332	-361
Bruttoresultat	169	258	307	343	384	427
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	51,1%	52,1%	53,1%	53,6%
Personalkostnader	-111	-165	-192	-214	-232	-251
Övriga externa kostnader	-29	-41	-57	-58	-64	-70
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
EBITDA	29	52	58	71	89	106
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,9%	11,1%	12,6%	13,6%
Av- och nedskrivningar	-16	-25	-30	-24	-21	-18
EBIT	13	27	29	47	67	87
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	4,9%	7,4%	9,5%	11,2%

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

För att ge värderingen perspektiv undersöks en peer-grupp bestående av svenska bolag med liknande förvävsstrategier. Det råder vissa skillnader mellan bolagen, och även om TCECUR inte faller inom ramen för en renodlad serieförvärvare, finns gemensamma drag avseende affärsmodellen att identifiera och förvärva företag, vilka sedan får verka under frihet i en decentraliserad koncernstruktur. Det som särskiljer TCECUR mest i jämförelse med peer-gruppen är Bolagets relativt låga börsvärde, förutom det faktum att TCECUR är det enda bolaget som är verksamt inom säkerhetsbranschen. Detta blir särskilt tydligt när vi jämför Bolaget med exempelvis Indutrade och Lifco, vilka vardera består av över 200 operativa dotterbolag. Trots att bolagen verkar inom olika branscher och det råder stor storleksdiskrepans, anser Analyst Group att det finns tydliga likheter mellan bolagens uttalade förvävsstrategier och decentraliserade organisationsstrukturer, varför jämförelsegruppen anses vara relevant.

Nyckeltal (LTM)	Lagercrantz	Addtech	Indutrade	Lifco	Volati	Sdiptech	Bravida	Instalco	B&B	CB Tech	Genomsnitt	Median	TCECUR				
Börsvärde	22 449	47 330	75 087	98 156	7 234	8 759	15 076	9 091	4 159	491	28 783	12 083	266				
Enterprise Value	25 022	52 243	84 490	108 162	9 046	12 430	18 112	12 690	5 701	683	32 858	15 401	326				
Omsättningstillväxt Y-Y	26,5%	22,0%	22,5%	17,1%	04,9%	38,0%	19,1%	25,9%	3,4%	21,4%	20,1%	21,7%	37,9%				
Bruttomarginal	38,7%	30,8%	34,7%	43,8%	38,3%	62,1%	14,9%	49,8%	46,7%	39,1%	39,9%	38,9%	49,9%				
EBITDA marginal	20,5%	15,9%	18,0%	25,1%	13,1%	24,2%	7,9%	9,8%	12,9%	9,5%	15,7%	14,5%	9,9%				
ROIC	14,7%	16,6%	12,2%	14,6%	6,1%	13,2%	6,1%	8,6%	4,8%	16,1%	11,5%	12,7%	5,1%				
Omsättningshastighet	0,9	1,2	1,0	0,7	1,2	0,5	1,2	1,3	0,8	1,4	1,0	1,1	1,2				
Soliditet	36%	36%	44%	45%	33%	43%	34%	31%	40%	33%	37,4%	36,0%	52%				
Nettoskuld/EBITDA	1,6	1,5	1,7	1,7	1,8	3,4	1,3	2,6	2,5	2,1	2,0	1,7	1,0				
EV/S	3,2	2,6	2,7	4,5	1,1	2,8	0,6	0,9	1,2	0,7	2,0	1,9	0,5				
EV/EBITDA	15,5	16,5	15,0	17,9	8,7	11,5	7,8	9,2	9,2	7,5	11,9	10,4	5,6				
EV/EBIT	21,0	21,7	20,5	23,3	13,3	15,7	10,1	14,3	15,7	11,8	16,7	15,7	11,1				
Marknadsdata			Värdering									Estimerad tillväxt			Lönsamhet		
Företag ¹	Marknadsvärde (MSEK)	Nettoskuld (MSEK)	EV (MSEK)	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT			Oms. CAGR	EBITDA CAGR	EBITDA-marginal		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023-2025E	2023-2025E	2023E	2024E	2025E
Lagercrantz	22 449	2 573	25 022	3,5	3,0	2,9	17,2	15,0	14,2	23,6	19,8	18,5	9,7%	10,3%	20,0%	20,2%	15,5%
Addtech	47 330	4 913	52 243	2,8	2,5	2,4	18,2	17,0	16,3	24,1	21,5	20,3	7,5%	5,8%	15,3%	14,9%	11,9%
Indutrade	75 087	9 403	84 490	2,7	2,5	2,4	15,2	14,6	13,9	20,7	19,7	18,5	5,1%	4,8%	17,6%	17,4%	13,1%
Lifco	98 156	10 006	108 162	4,5	4,4	4,2	18,3	18,6	17,7	23,9	23,5	22,4	3,6%	1,8%	24,5%	23,8%	18,7%
Volati	7 234	1 812	9 046	1,1	1,0	0,9	8,5	7,8	6,9	12,8	11,5	9,9	8,6%	11,2%	13,1%	13,2%	9,6%
Sdiptech	8 759	3 670	12 430	2,7	2,4	2,2	11,8	10,3	9,3	15,8	13,7	12,3	12,2%	12,4%	23,2%	23,4%	17,6%
Bravida	15 076	3 036	18 112	0,6	0,6	0,6	8,0	8,1	7,6	10,3	10,5	9,7	0,6%	2,8%	7,8%	7,9%	6,4%
Instalco	9 091	3 599	12 690	0,9	0,9	0,9	9,2	9,0	8,2	14,5	13,3	11,5	3,0%	5,7%	9,8%	9,9%	7,4%
Bergman & Beving	4 159	1 542	5 701	1,2	1,2	1,2	10,0	9,0	8,5	16,8	15,5	14,4	2,1%	8,1%	12,0%	13,1%	8,0%
Christian Berner Tech	491	191	683	0,7	0,7	0,7	7,2	6,3	6,0	11,2	10,2	9,3	4,0%	9,5%	9,8%	10,7%	7,0%
75:e percentilen	54 269	6 036	60 305	3,0	2,7	2,5	17,5	15,5	14,7	23,6	20,2	19,0	8,8%	10,5%	20,8%	21,0%	16,0%
Genomsnitt, peers	28 783	4 075	32 858	2,1	1,9	1,8	12,4	11,6	10,9	17,4	15,9	14,7	5,6%	7,2%	15,3%	15,4%	11,5%
Median, peers	12 083	3 318	15 401	1,9	1,8	1,7	10,9	9,7	8,9	16,3	14,6	13,4	4,5%	6,9%	14,2%	14,0%	10,7%
25:e percentilen	6 465	1 745	8 210	0,9	0,8	0,8	8,4	8,1	7,4	12,4	11,2	9,9	2,7%	4,3%	9,8%	10,5%	7,3%
TCECUR	266	60	326	0,6	0,5	0,5	5,6	4,6	3,7	11,4	6,9	4,8	9,5%	23,3%	11,1%	12,6%	13,6%

Samtliga jämförelsebolag är större än TCECUR i termer av börsvärde, vilket motiverar en värderingsrabatt. Däremot förväntas TCECUR uppvisa en starkare tillväxt, då Bolaget förväntas växa nettoomsättningen med 9,5 % CAGR och EBITDA-resultatet med ca 23,3 % CAGR mellan år 2023-2025, vilket kan ställas i relation till peer-gruppens median, som väntas uppvisa en årlig omsättningstillväxt om 4,5 % samt 6,9 % CAGR på EBITDA-nivå. Trots att TCECUR har lägre EBITDA-marginal än majoriteten av jämförelsebolagen, vittnar den högre förväntade EBITDA-tillväxten i relation till den förväntade nettoomsättningstillväxten om en potentiell marginalexpansion framgent. Ur den förväntade tillväxten kan man skönja TCECURs motståndskraftiga samt verksamhetskritiska produkt- och tjänsteerbjudande, vilket bör tas i beaktning vid värderingen. Den estimerade nettoomsättningstillväxten om 9,5 % (CAGR) reflekterar TCECURs ocykliska verksamhet, till följd av att Bolagets framtida intäktströmmar, tillika kassaflöden, förväntas vara mer resistent mot sämre konjunkturstider än många av jämförbara bolag, där cykliska industribolag väger tungt. Det går dock inte att utesluta att den rådande konjunkturen kan komma att påverka TCECUR, även om detta ännu inte varit fallet.

Ytterligare ett lönsamhetsmått att ta i beaktning är ROIC, vilket visar på hur effektivt företaget genererar avkastning i förhållande till det investerade kapitalet, och även om TCECUR uppvisar en lägre ROIC LTM än jämförbara bolag, bör Bolagets förväntade marginalexpansion lyftas i sammanhanget, då den operativa hävstången förväntas leda till starkare nyckeltal framgent. Lägre ROIC motiverar en lägre multipel, allt annat lika, men om Bolaget lyckas exekvera på uttalad strategi och realisera kostandssynergierna kan en högre lönsamhet och därmed en högre multipel vara motiverad i framtiden. Slutligen uppvisar TCECUR en starkare balansräkning än peer-gruppen, vilket Bolagets Nettoskuld/EBITDA (1,0x) samt soliditet (52 %) vittnar om, vilket kan jämföras med medianen som uppvisar Nettoskuld/EBITDA om 1,7x samt 36 % soliditet. Peer-gruppen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA multipel om 12,4x på 2023 års estimat (median 10,9x), samtidigt som TCECUR värderas till 5,6x på Analyst Groups prognoser för år 2023, vilket vi anser är en för konservativ värdering.

¹Data är hämtat från TIKR och Börsdata

Sammanfattning av relativvärdering

Med hänsyn till TCECURs starka marknadsposition, bevisade förvärvshistorik, starka förväntade tillväxt i såväl nettoomsättning som EBITDA-resultat, samt långvariga kundrelationer och skraddarsydda kundlösningar som resulterar i en *sticky* affärsmodell, anser Analyst Group att TCECUR förtjänar att handlas i linje med peer-gruppen. Genom att enbart titta på EV/S-multipeln framstår TCECUR som kraftigt undervärderat i jämförelse med peer-gruppen, men givet Bolagets lägre marginaler är EV/EBITDA en mer rättvisande multipel, då den tar TCECURS lägre marginal i beaktning. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 12x på 2023 års prognos erhålls en värdering om 66,7 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Den upprättade relativvärderingen kompletteras med en diskonterad kassaflödesanalys för att ytterligare underbygga värderingen. Den explicita prognosperioden i DCF-modellen sträcker sig fram till år 2026, följt av en normaliserad period mellan åren 2027-2032 och slutligen en terminalperiod. Den organiska nettoomsättningstillväxten estimeras uppgå till en CAGR om 9,7 % under den explicita prognosperioden, för att sedan avta och uppvisa en CAGR om 5,6 % under normaliseringsperioden. Avslutningsvis har en tillväxttakt om 2 % applicerats under terminalperioden. TCECUR förväntas expandera EBITDA-marginal från 9,9 % år 2023 till 13,6 % år 2026 och därefter uppnå en stabiliserad EBITDA-marginal om 13,5 % under normaliseringsperioden. Diskonteringsräntan (WACC) väntas uppgå till 12,4 % och utifrån de framtida diskonterade fria kassaflödena härleds ett värde om 78,2 kr per aktie. Även om DCF-värderingen inte indikerar exakt samma värde som relativvärderingen, ser vi den ändå som relevant för att ge ytterligare stöd till värderingen.

DCF Input	
Nettoomsättning, CAGR 2023-2026E	9,7%
Nettoomsättning, CAGR 2027-2033E	5,6%
Skattesats	20,6%
Terminaltillväxt	2,0%
WACC antaganden	
Risikfri ränta	2,8%
Avkastningskrav	8,4%
Levered Beta	0,80
Small-cap riskpremie	3,8%
Cost of Equity	13,3%
Andelen lån	24%
WACC	12,4%
Värdering sammanfattning	
Nuvärde fria kassaflöden	445,5
Terminalvärde	367,7
Enterprise Value	813,2
Nettoskuld	55,6
Börsvärde	757,5
Antal aktier (miljontal)	9,7
Värde per aktie	78,2

Effekten av mindre justeringar i terminaltillväxt, WACC och antagen EBITDA-marginal under normaliseringsperioden.

Känslighetsanalys DCF, TCECUR

		Terminaltillväxt					Långsiktig EBITDA-marginal						
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	11,5%	12,5%	13,5%	14,5%	15,5%		
WACC	10,4%	88,5	93,6	99,8	107,7	118,1	WACC	10,4%	86,0	92,9	99,8	106,7	113,6
	11,4%	79,3	83,2	87,9	93,6	101,0		11,4%	75,9	81,9	87,9	93,8	99,8
	12,4%	71,7	74,7	78,2	82,6	87,9		12,4%	67,8	73,0	78,2	83,5	88,7
	13,4%	65,2	67,6	70,4	73,7	77,7		13,4%	61,1	65,8	70,4	75,0	79,6
	14,4%	59,7	61,6	63,8	66,4	69,4		14,4%	55,6	59,7	63,8	67,9	72,0

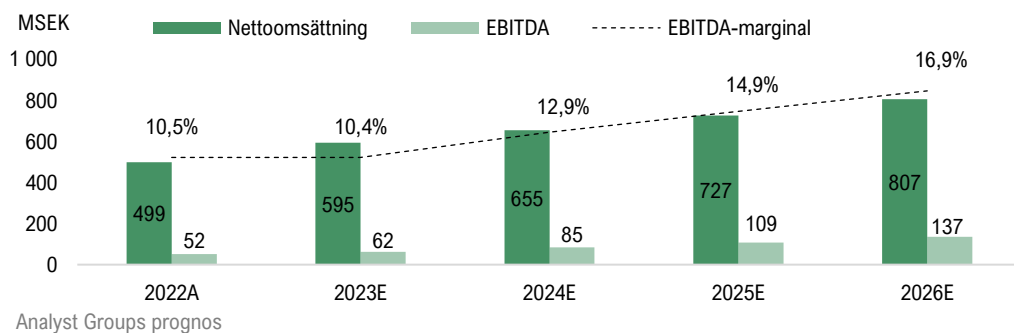
71,3 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

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-bolagen som kan få medvind från ett ökat behov av att uppgradera befintliga system. Dotterbolagen RF Coverage, LåsTeam, Kungslås och Sectragon resulterar även i en större intäktsbas samt ökad rörelsemarginal. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 12x på 2023 års prognos erhålls en värdering om 71,3 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

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

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



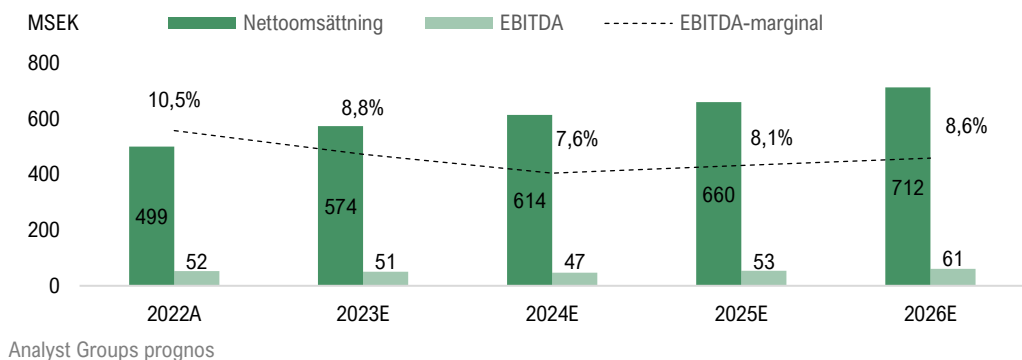
Bear scenario

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. Baserat på en applicerad multipel om EV/EBITDA 7x på 2023 års estimerade EBITDA-resultat härleds ett potentiellt värde per aktie om 30,9 kr i ett Bear scenario. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

30,9 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Ifall konjunkturen försämras och investeringsviljan minskar kan det ha en negativ effekt på TCECUR.

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





Ole Oftedal, Tillförordnad VD i TCECUR

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 äger **218 129** aktier.



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 äger **17 589** aktier.



Per Asplund, VD Mysec

Per Asplund har gedigen erfarenhet av försäljning och affärsutveckling inom säkerhetsbranschen. Bland annat som vice VD och affärsområdeschef på Nordic Alarm inom Lagercrantz-koncernen. Per Asplund ersatte Toste Hedlund som på eget initiativ övergår till att jobba vidare med försäljningen på Mysec samt som VD för TCECURs dotterbolag Lamport.

Per äger **0** aktier.



Per Lindstrand, VD 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 äger **161 000** aktier.



Robert Birgersson, VD 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 resulterat 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 äger **1 250** aktier.



Harald Bergby, VD 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 **30 959** aktier.

Jonas Blom, VD 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 **45 561** aktier.

Klas Ingemarsson, VD LåsTeam

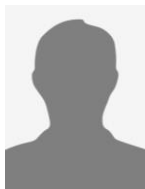
Klas Ingemarsson var med och grundade LåsTeam Sverige AB år 2000 och har arbetat i säkerhetsbranschen sedan 1997. Klas har erfarenhet av säkerhetsbranschen inom områden som installation, projekt- och företagsledning. Övriga nuvarande befattningar: Styrelseledamot i Lundastenen AB, Styrelseledamot och VD i Säkerhetscenter i Borås AB, Styrelseledamot och VD i Säkerhetsgrinden i Borås Fastighets AB.

Klas äger **102 265** aktier via bolag.

Andreas Bergström, VD 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 **148 170** aktier privat och via bolag.

Niclas Söderström, VD Sectragon

Mer information kommer.

Anton Juric, VD Sectragon International

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.

Anton äger **209 137** aktier via bolag.

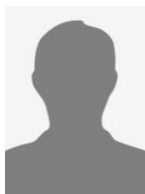
Toste Hedlund, VD Lamport

Toste Hedlund är en av medgrundarna till Mysec. 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. 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 äger **0** aktier.

Marcus Hellström, VD Kungslås

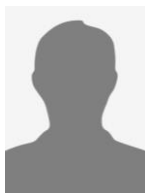
Mer information kommer.



Håkan Blomdahl, Tillförordnad styrelseordförande TCECUR Sweden AB

Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm samt civilingenjör i teknisk fysik från Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm. Håkan är även styrelseordförande i Arbona AB, VD Triega AB. Andra styrelseuppdrag inkluderar bland annat Norvida Holding AB, Triona AB och Katinla AB.

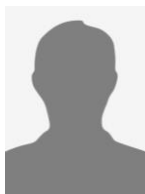
Håkan Blomdahl är styrelseordförande i Arbona AB som äger **2 362 143** aktier, varav Håkan äger **61,3 %** av kapitalet i Arbona AB.



Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

Martin är utbildad civilingenjör och civilekonom samt har erfarenhet från bl.a. McKinsey & Co, Nordstjärnan, B&B Tools och som VD för Bright Group i Sverige. Martin är idag VD på Arbona. Han har jobbat såväl som ägare och styrelseledamot, samt i operativa befattningar i små och medelstora bolag.

Martin äger **850** aktier.

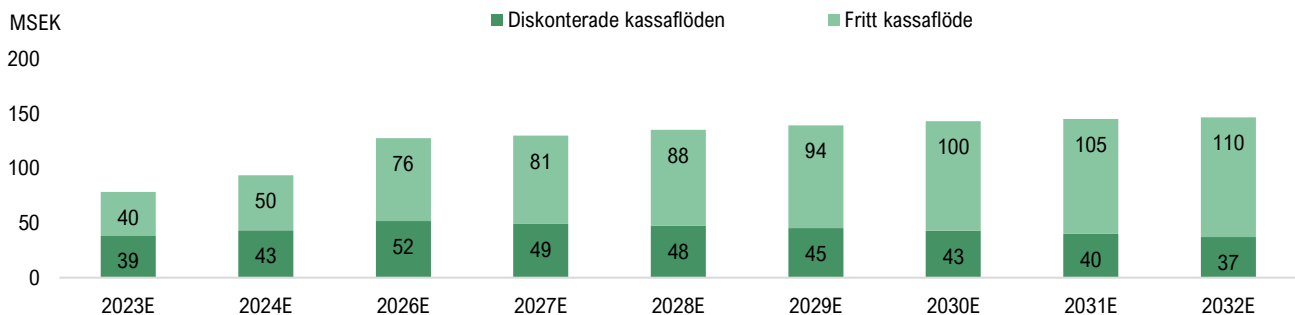


Jonas Arvidsson, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

Civilingenjörsexamen samt en doktorsexamen i maskinelement från LTH. Jonas har bred erfarenhet som VD och är idag CEO/Koncernchef på One-Nordic. Han har genom åren haft olika styrelseuppdrag för bland annat Lantmännen, IFK Kristianstad, BTJ System, Sydsvenska handelskammaren och Malmö högskola.

Jonas äger **0** aktier.

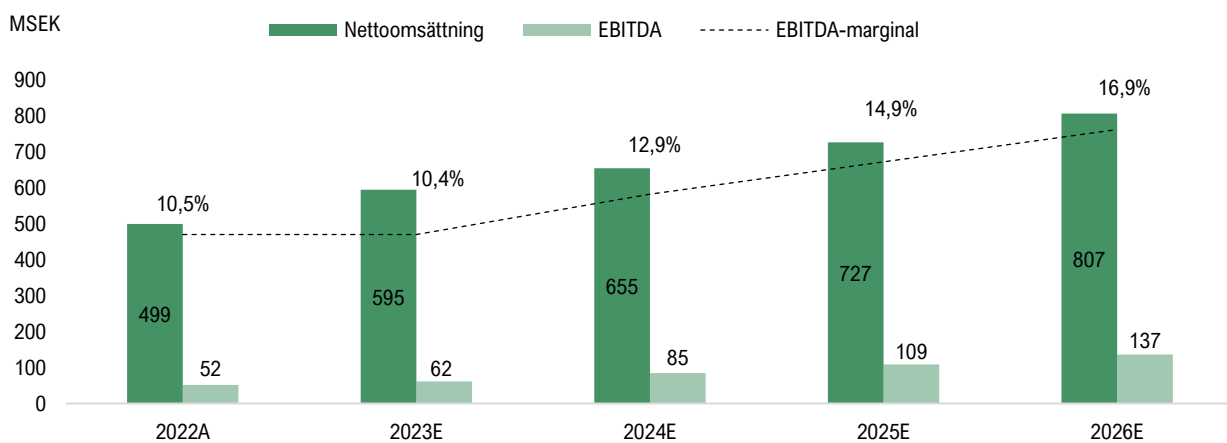
Resultaträkning, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E					
Nettoomsättning	298 040	499 335	589 965	643 062	707 368	778 105					
Övriga rörelseintäkter	5 698	7 803	5 641	7 717	8 488	9 337					
Totala intäkter	303 738	507 138	595 606	650 779	715 856	787 442					
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135 159	-248 754	-288 403	-307 928	-331 648	-360 922					
Bruttoresultat	168 579	258 384	307 203	342 850	384 209	426 520					
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	51,1%	52,1%	53,1%	53,6%					
Personalkostnader	-110 770	-165 012	-192 007	-213 818	-231 663	-250 939					
Övriga externa kostnader	-28 803	-41 179	-56 727	-57 876	-63 663	-70 029					
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0					
EBITDA	29 006	52 193	58 469	71 157	88 883	105 552					
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,9%	11,1%	12,6%	13,6%					
Av- och nedskrivningar	-16 000	-25 159	-29 761	-23 818	-21 490	-18 198					
EBIT	13 006	27 034	28 708	47 339	67 393	87 354					
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	4,9%	7,4%	9,5%	11,2%					
Ränteintäkter	363	851	2 444	2 572	2 829	3 112					
Räntekostnader	-5 029	-6 479	-10 050	-8 804	-7 825	-6 847					
EBT	8 340	21 406	21 102	41 108	62 397	83 619					
Skatt	-1 497	-3 744	-4 347	-8 468	-12 854	-17 226					
Nettoresultat	6 843	17 662	16 755	32 640	49 543	66 394					
Nettomarginal	2,3%	3,5%	2,8%	5,1%	7,0%	8,5%					
DCF - Base scenario	Explicit prognosperiod				Normaliserad prognosperiod						Terminal
TSEK	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Value
EBIT	28 708	47 339	67 393	87 354	104 448	113 524	120 875	128 667	134 174	139 901	142 879
Skatt	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
EBIT (1-skatt)	22 794	37 587	53 510	69 359	82 931	90 138	95 975	102 162	106 534	111 081	113 446
+ Avskrivningar	29 761	23 818	21 490	18 198	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000	9 000
- Capex	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000
Förändringar i RK	-3 712	-2 190	-2 649	-2 739	-2 240	-2 419	-1 959	-2 077	-1 468	-1 526	-794
Fritt kassaflöde	39 843	50 214	63 351	75 818	80 692	87 719	94 015	100 085	105 066	109 555	112 652
WACC	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%	12,4%
Diskonteringsperiod	0,23	1,23	2,23	3,23	4,23	5,23	6,23	7,23	8,23	9,23	9,23
Diskonteringsfaktor	0,97	0,87	0,77	0,69	0,61	0,54	0,48	0,43	0,38	0,34	0,34
Diskonterade kassaflöden	38 783	43 483	48 803	51 960	49 196	47 576	45 363	42 961	40 121	37 217	367 688



Balansräkning, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Tillgångar						
Anläggningstillgångar						
Immateriella anläggningstillgångar	189 512	264 966	252 916	246 174	243 634	244 020
Materiella anläggningstillgångar	15 982	15 834	16 936	18 675	18 537	18 767
Nyttjanderättstillgångar	33 855	39 254	29 441	19 627	9 814	0
Uppskjutna skattefordringar	19 672	16 885	16 885	16 885	16 885	16 885
Övriga långfristiga fordringar	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	259 021	336 939	316 178	301 361	288 870	279 672
Omsättningstillgångar						
Varulager	23 632	33 233	43 458	46 400	49 974	54 385
Kundfordringar	81 255	109 126	121 226	132 136	145 350	159 885
Aktuella skattefordringar	1 677	1 895	2 239	2 440	2 684	2 953
Övriga fordringar	7 396	15 533	18 352	20 004	22 004	24 205
Upparbetad ej fakturerad intäkt	7 618	8 961	10 587	11 540	12 694	13 964
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	3 673	7 077	8 361	9 114	10 025	11 028
Kassa och bank	57 216	31 538	57 190	94 306	145 538	210 240
Summa omsättningstillgångar	182 467	207 363	261 414	315 941	388 271	476 659
Summa tillgångar	441 488	544 302	577 592	617 301	677 141	756 331
Eget kapital	200 977	243 783	260 538	293 177	342 720	409 114
Långfristiga skulder						
Upplåning kreditinstitut	42 142	70 230	70 230	65 212	57 061	48 909
Skulder avseende nyttjanderättstillgångar	22 964	25 043	25 043	25 043	25 043	25 043
Uppskjutna skatteskulder	16 650	20 905	20 905	20 905	20 905	20 905
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	81 756	116 178	116 178	111 160	103 009	94 857
Kortfristiga skulder						
Checkräkningskredit	0	0	0	0	0	0
Upplåning från kreditinstitut	14 400	11 285	3 134	0	0	0
Skulder avseende nyttjanderättstillgångar	10 377	13 940	13 940	13 940	13 940	13 940
Leverantörsskulder	25 487	53 706	59 261	63 273	68 147	74 162
Skatteskulder	2 367	3 039	3 591	3 914	4 305	4 736
Övriga kortfristiga skulder	44 479	45 771	54 079	58 946	64 840	71 324
Fakturerad ej upparbetad intäkt	30 248	18 661	22 048	24 032	26 436	29 079
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	31 397	37 939	44 825	48 859	53 745	59 120
Summa kortfristiga skulder	158 755	184 341	200 876	212 964	231 413	252 361
Summa eget kapital och skulder	441 488	544 302	577 592	617 301	677 141	756 331

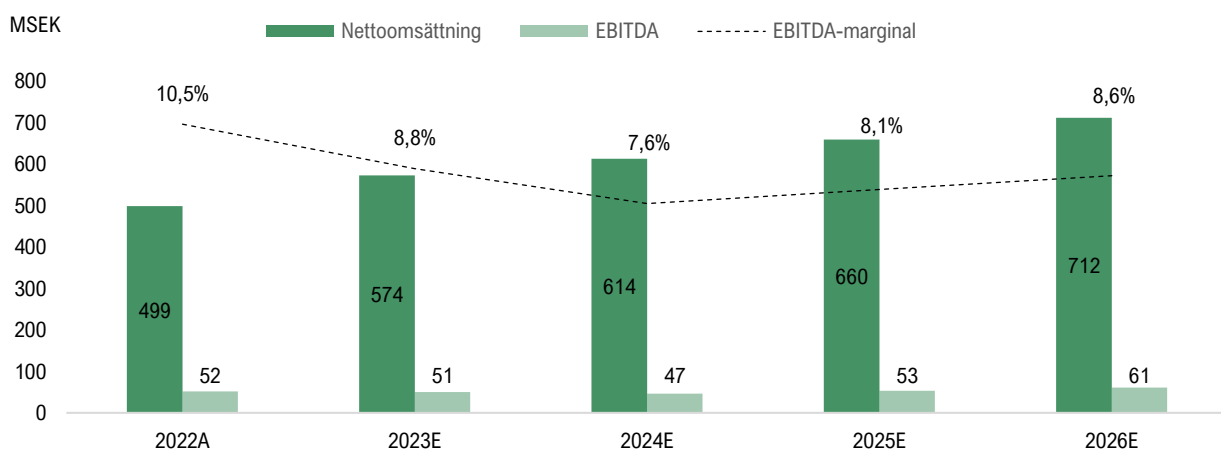
Kassaflödesanalys, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Den löpande verksamheten						
Rörelseresultat	13 006	27 034	28 708	47 339	67 393	87 354
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet						
Återläggning av avskrivningar	16 000	25 159	29 761	23 818	21 490	18 198
Övriga poster ej kassapåverkande	-2 491	-5 417	0	0	0	0
Erhållen ränta	36	107	2 444	2 572	2 829	3 112
Erlagd ränta	-3 733	-4 570	-10 050	-8 804	-7 825	-6 847
Betald skatt	-2 067	-1 801	-4 347	-8 468	-12 854	-17 226
Kassaflöde från den löpande verksamheten före för. av RK	20 751	40 512	46 516	56 457	71 033	84 592
Förändringar i rörelsekapital						
Ökning/minskning varulager och pågående arbete	-2 943	-7 659	-10 225	-2 942	-3 574	-4 411
Ökning/minskning kundfordringar	-30 198	-14 206	-12 100	-10 910	-13 214	-14 535
Ökning/minskning kortfristiga fordringar	-9 116	-7 670	-6 074	-3 559	-4 310	-4 741
Ökning/minskning leverantörsskulder och övriga skulder	45 870	12 988	24 687	15 221	18 449	20 948
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	3 613	-16 547	-3 712	-2 190	-2 649	-2 739
Kassaflöde från den löpande verksamheten	24 364	23 965	42 804	54 267	68 384	81 853
Kassaflöde från investeringsverksamheten						
Förvärv av dotterbolag	-52 515	-54 487	0	0	0	0
Teckningsoptioner	7 260	412	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4 451	0	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-998	-2 158	-7 000	-7 000	-7 000	-7 000
Investeringar i finansiella tillgångar	0	14	0	0	0	0
Försäljning av immateriella anläggningstillgångar	49	207	0	0	0	0
Försäljning av materiella anläggningstillgångar	561	396	0	0	0	0
Kassaflöde från den investeringsverksamheten	-50 094	-55 616	-9 000	-9 000	-9 000	-9 000
Kassaflöde från finansieringsverksamheten						
Nyemission	55 477	0	0	0	0	0
Nyemissionskostnader	-3 187	-37	0	0	0	0
Förändring av skulder till kreditinstitut - factoring	0	0	0	0	0	0
Upptagna lån	49 500	94 970	0	0	0	0
Amortering av lån	-28 500	-73 525	-8 152	-8 152	-8 152	-8 152
Förändring checkkredit	-2 531	0	0	0	0	0
Amortering lån nyttjanderättigheter	-9 643	-16 037	0	0	0	0
Förändring i övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	61 116	5 371	-8 152	-8 152	-8 152	-8 152
Likvida medel vid periodens början	21 443	57 216	31 538	57 190	94 306	145 538
Kassaflöde för perioden	4 123	4 123	25 652	37 115	51 233	64 701
Kursdifferens i likvida medel	387	602	0	0	0	0
Likvida medel vid periodens slut	57 216	31 538	57 190	94 306	145 538	210 240

Resultaträkning, Bull scenario, TSEK	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	298 040	499 335	595 280	654 808	726 837	806 789
Övriga rörelseintäkter	5 698	7 803	5 994	9 822	10 903	12 102
Totala intäkter	303 738	507 138	601 274	664 630	737 739	818 891
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135 159	-248 754	-289 664	-312 083	-339 143	-368 381
Bruttoresultat	168 579	258 384	311 610	352 547	398 596	450 509
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	51,3%	52,3%	53,3%	54,3%
Personalkostnader	-110 770	-165 012	-193 107	-209 144	-228 516	-249 618
Övriga externa kostnader	-28 803	-41 179	-56 349	-58 710	-61 534	-64 268
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
EBITDA	29 006	52 193	62 154	84 694	108 547	136 623
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	10,4%	12,9%	14,9%	16,9%
Av- och nedskrivningar	-16 000	-25 159	-29 761	-23 818	-21 490	-18 198
EBIT	13 006	27 034	32 393	60 876	87 057	118 425
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	5,4%	9,3%	12,0%	14,7%
Ränteintäkter	363	851	2 744	2 619	2 907	3 227
Räntekostnader	-5 029	-6 479	-9 550	-8 804	-7 825	-6 847
EBT	8 340	21 406	25 587	54 692	82 139	114 805
Skatt	-1 497	-3 744	-5 271	-11 267	-16 921	-23 650
Nettoresultat	6 843	17 662	20 316	43 425	65 218	91 155
Nettomarginal	2,3%	3,5%	3,4%	6,6%	9,0%	11,3%



Nyckeltal	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/S	0,7	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	6,2	5,2	3,8	3,0	2,4
EV/EBIT	12,1	10,1	5,4	3,7	2,8

Resultaträkning, Bear scenario, TSEK	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	298 040	499 335	573 544	613 692	659 719	712 496
Övriga rörelseintäkter	5 698	7 803	4 935	6 137	6 597	7 125
Totala intäkter	303 738	507 138	578 479	619 829	666 316	719 621
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135 159	-248 754	-284 255	-301 084	-320 367	-342 434
Bruttoresultat	168 579	258 384	294 224	318 745	345 949	377 187
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	50,4%	50,9%	51,4%	51,9%
Personalkostnader	-110 770	-165 012	-188 406	-211 724	-225 954	-242 249
Övriga externa kostnader	-28 803	-41 179	-55 085	-60 475	-66 660	-73 774
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
EBITDA	29 006	52 193	50 733	46 546	53 335	61 164
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	8,8%	7,6%	8,1%	8,6%
Av- och nedskrivningar	-16 000	-25 159	-29 761	-23 818	-21 490	-18 198
EBIT	13 006	27 034	20 972	22 728	31 845	42 966
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	3,7%	3,7%	4,8%	6,0%
Ränteintäkter	363	851	2 244	2 455	2 639	2 850
Räntekostnader	-5 029	-6 479	-10 300	-8 804	-7 825	-6 847
EBT	8 340	21 406	12 916	16 379	26 658	38 969
Skatt	-1 497	-3 744	-2 661	-3 374	-5 492	-8 028
Nettoresultat	6 843	17 662	10 255	13 005	21 167	30 941
Nettomarginal	2,3%	3,5%	1,8%	2,1%	3,2%	4,3%



Nyckeltal	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/S	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5
EV/EBITDA	6,2	6,4	7,0	6,1	5,3
EV/EBIT	12,1	15,5	14,3	10,2	7,6

Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.