

## Ett år präglat av förändringar

TCECUR ("TCECUR" eller "Koncernen") avslutade år 2023 med en något lägre omsättning och lönsamhet än estimerat, men sett till helåret har Koncernens solida affärsmodell bekant färg, vilket illustreras av den organiska tillväxten om 10,5 %. En stark orderstock vid utgången av Q4-23 indikerar att det nya året börjat på samma inslagna bana, vilket stärker vår tes om att även nuvarande år kan präglas av fortsatt stadig tillväxt. Med en robust balansräkning (Nd/EBITDA 0,8x), en ny erfaren VD vid rodret och fortsatt fokus på lågt hängande frukter för att stärka lönsamheten, anser Analyst Group att TCECUR är väl positionerade för fortsatt lönsam tillväxt. Utifrån en reviderad helårsprognos för år 2024 estimeras ett EBITDA-resultat om ca 65,2 MSEK (71,2) i ett Base scenario, vilket leder till ett potentiellt nuvärde per aktie om 55,2 kr (66,7).

#### Svåra jämförelsesiffror

Under årets sista kvartal rapporterade TCECUR en omsättning om 173,3 MSEK (177,6), motsvarande en minskning om 2,4 % Y-Y. Därmed understeg Koncernens nettoomsättning våra estimat i ett Base scenario om 176,6 MSEK, där den primära orsaken till minskningen var en stor leverans till Trafikverket under Q4-22, vilket därmed ökade omsättningen avsevärt. TCECUR avslutar året med en solid orderbok om 186,5 MSEK, vilket i kombination med en stark strukturell medvind i samtliga marknader där dotterbolagen verkar, bådär gott för fortsatt hållbar tillväxt.

#### Bruttomarginalen understeg våra estimat

Bruttomarginalen uppgick till 50,5 % (48,1), i jämförelse med Q3-23, då bruttomarginalen uppgick till 49,1 %, vilket således understeg våra estimat om 52,3 %. Detta kan härledas till resursbrist, främst inom affärsområdet Nationella Säkerhets-system, vilket tvingade Koncernen att öka användningen av underleverantörer och därigenom hämmades bruttomarginalen. De ovan nämnda faktorerna, i kombination med att en rad projekt översteg kostnaderna enligt prognos, samt ökade investeringar till följd av uppstarten av två lovande initiativ, gjorde att även EBITDA-resultatet understeg våra estimat (21,5 MSEK vs. 24,8 MSEK). EBITDA-marginalen uppgick till 12,4 %, vilket var 1,7 procentenheter lägre än vad vi hade räknat med.

#### Reviderade värderingsintervall i samtliga scenarion

I sämre konjunkturstider tenderar stabilitet och förutsägbara kassaflöden att premieras, vilka är egenskaper som TCECUR besitter. Analyst Group anser dock att detta inte återspeglas i värderingen, varför vi bedömer att aktien för närvarande erbjuder en attraktiv *risk/reward*. I samband med rapporten väljer vi att revidera våra estimat, vilka innefattar en något lägre omsättningstillväxt samt lönsamhetsutveckling under prognosperioden. Baserat på ett estimerat EBITDA-resultat om 65,2 MSEK för helåret 2024, en EV/EBITDA-multiplikation om 9,8x och en oförändrad kapitalstruktur, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 55,2 kr (66,7) i ett Base scenario.

#### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear**  
25,2 kr

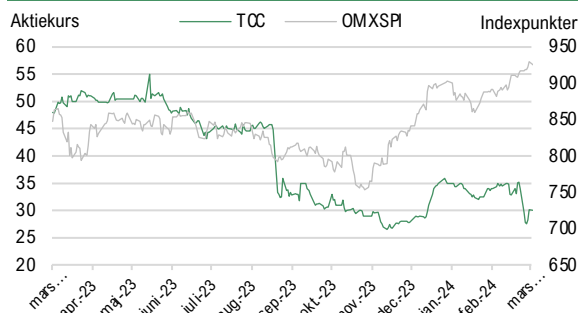
**Base**  
55,2 kr

**Bull**  
73,1 kr

#### NYCKELDATA

Senast betalt (2024-03-04)	30,0
Antal Aktier (st.)	9 681 130
Market Cap (MSEK)	290,4
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	45,8
Enterprise Value (MSEK)	336,2
Lista	Nordic SME
Kvartalsrapport 1 2024	2024-05-13

#### KURSUUTVECKLING



#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS PER 2023-12-31)

Arbona AB (publ)	24,8 %				
Avanza Pension	11,7 %				
Nordnet Pension	10,5 %				
NEA Partners	10,0 %				
Automatic Alarm Stockholm Holding AB	3,0 %				
PROGNOSE (MSEK)	2022 <sup>1</sup>	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	499,3	586,6	633,5	690,5	759,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>258,4</b>	<b>302,2</b>	<b>332,9</b>	<b>368,0</b>	<b>408,6</b>
Bruttomarginal	50,2%	50,6%	51,3%	52,1%	52,6%
<b>EBITDA</b>	<b>52,2</b>	<b>55,1</b>	<b>65,2</b>	<b>79,7</b>	<b>95,3</b>
EBITDA-marginal	10,5%	9,4%	10,3%	11,5%	12,5%
<b>Nettoresultat</b>	<b>17,7</b>	<b>13,2</b>	<b>28,6</b>	<b>43,2</b>	<b>59,4</b>
Nettomarginal	3,5%	2,2%	4,5%	6,2%	7,8%
P/S	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/S	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	5,6	5,3	4,5	3,6	3,0
P/E	16,4	22,1	10,2	6,7	4,9

<sup>1</sup>Ej pro forma för 2022.

# 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: <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 2014-2024). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.