

Kortsiktiga lönsamhetsproblem – långsiktiga tesen intakt

TCECUR ("TCECUR" eller "Koncernen") presenterade en Q1-rapport som kom in något lägre än estimerat avseende omsättning. Flera faktorer, såsom ökade kostnader till följd av ett tillfälligt behov av underentreprenörer, en engångskostnad och ökade investeringar i Sectragon Internationals expansion, resulterade i ett minskat EBITDA-resultat om -44 % Y-Y, varför marknaden handlade ned aktien kraftigt under rapportdagen. Detta till trots anser Analyst Group att det finns flera positiva aspekter att lyfta fram från Q1-rapporten, såsom stark tillväxt i de återkommande intäkterna (25 % Y-Y), att åtta av tio dotterbolag når ATH i försäljning och att Sectragon International har inlett bolagets tillväxtresa på den globala marknaden. Utifrån en reviderad helårsprognos för år 2024 estimeras ett EBITDA-resultat om ca 58,3 MSEK (65,2) i ett Base scenario, vilket leder till ett potentiellt nuvärde per aktie om 49,8 kr (55,2).

▪ Åtta av tio dotterbolag når ATH avseende omsättning

Under årets första kvartal rapporterade TCECUR en omsättning om 157,6 MSEK (148,4), motsvarande en tillväxt om 6,2 % Y-Y, något under estimerad nettoomsättning i ett Base scenario om 160,0 MSEK. Trots att majoriteten av dotterbolagen når försäljningsrekord under kvartalet hämmas tillväxten för Koncernen som helhet av en inbromsning i ordreläggningen från en av AWTs största kunder och tuffa jämförelsetal för RF Coverage.

▪ Kortsiktiga lönsamhetsproblem

Sett till bruttomarginalen uppgick denna till 48,7 % (52,5), vilket således understeg vårt estimat om 49,5 %. Detta, i kombination med en ökad kostnadsbas på grund av ett tillfälligt behov av underentreprenörer, en engångskostnad om 1 MSEK hänförligt till en strategistudie och ökade investeringar i Sectragon International, ledde det till ett minskat EBITDA-resultat i jämförelse med samma period föregående år. Analyst Group anser att lönsamhetsproblemen är av övergående karaktär och att effekterna av TCECURs tillväxtinitiativ ännu inte har realiserats fullt ut, vilket skapar goda möjligheter för en gynnsam lönsamhetsutveckling framgent.

▪ Reviderade värderingsintervall i samtliga scenarion

I samband med rapporten väljer vi att justera våra estimat, vilka inkluderar en något lägre omsättningstillväxt samt lönsamhetsutveckling under prognosperioden. Kortsiktiga utmaningar föranleder att Analyst Group estimerar en något långsammare utväxling av den underliggande skalbarheten som TCECURs affärsmodell besitter. Vi bedömer dock att utsikterna för H2-24 ser goda ut i termer av tillväxt och lönsamhet, vilket återspeglas i ett estimerat EBITDA-resultat om 58,3 MSEK för helåret 2024, motsvarande en EBITDA-marginal om 9,3 %. Baserat på ovan nämnda EBITDA-resultat, en EV/EBITDA-multipel om 9,8x och en oförändrad kapitalstruktur, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 49,8 kr (55,2) i ett Base scenario.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
20,2 kr

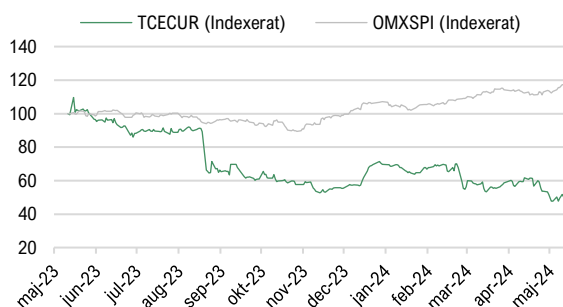
Base
49,8 kr

Bull
69,7 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-05-15)	23,9
Antal Aktier (st.)	9 681 130
Market Cap (MSEK)	231,4
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	47,0
Enterprise Value (MSEK)	278,4
Lista	Nordic SME
Kvartalsrapport 2 2024	2024-08-27

KURSUVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS PER 2024-03-26)

Arbona AB (publ)	24,8 %
Avanza Pension	12,4 %
Nordnet Pension	10,2 %
NEA Partners	10,0%
Automatic Alarm Stockholm Holding AB	3,0 %

PROGNOSE (MSEK)	2022 ¹	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	499,3	586,6	627,7	677,9	738,9
Bruttoresultat	258,4	302,2	325,1	356,2	391,9
Bruttomarginal	50,2%	50,6%	50,9%	51,6%	52,1%
EBITDA	52,2	55,1	58,3	71,5	87,1
EBITDA-marginal	10,5%	9,4%	9,3%	10,5%	11,8%
Nettoresultat	17,7	13,2	19,9	33,1	48,9
Nettomarginal	3,5%	2,2%	3,2%	4,9%	6,6%
P/S	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/S	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	4,4	4,2	4,0	3,2	2,7
P/E	13,1	17,6	11,6	7,0	4,7

¹Ej pro forma för 2022.

Innehållsförteckning

Kommentar Q1-rapport	3-5
Investeringssidé	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 10 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, Sectragon AB och Sectragon International AB.

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Jacob Philipson

Styrelseordförande Ole Oftedal

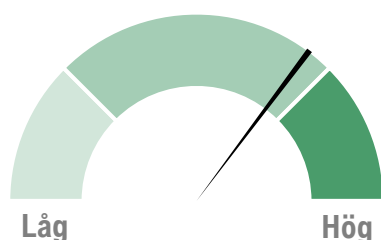
ANALYTIKER

Namn Oscar Mårdh

Telefon +46 76 044 29 70

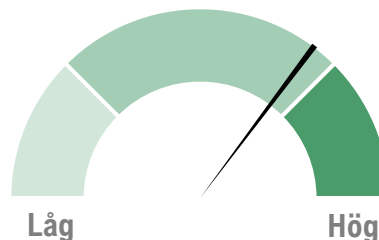
E-mail oscar.mardh@analystgroup.se

Värdedrivare



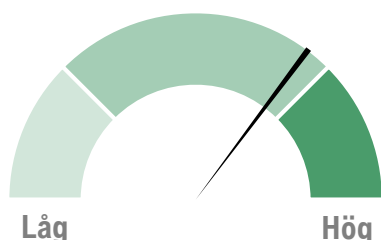
Tillväxt, kostnadssynergier, ökad lönsamhet och bidrag från förvärv är fortsatt värdedrivarna för TCECUR under år 2024. Genom det nya dotterbolaget, Sectragon International AB, samt fusionen mellan Mysec och Automatic Alarm, har Koncernen vidtagit åtgärder som banar väg för både tillväxt och ökad lönsamhet framgent. Med en stark balansräkning utgör potentiella förvärv en ytterligare värdedrivare, även om det inte inkluderas i prognoserna.

Lönsamhet



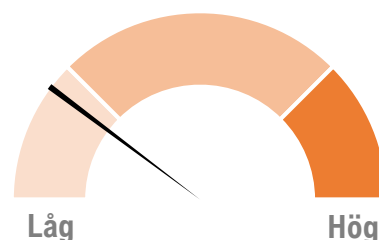
TCECUR är en koncern under uppbyggnad och under de senaste åren har flera dotterbolag tillkommit successivt. Sett till lönsamhet är målsättningen att upprätthålla en EBIT-marginal om 10 % över en konjunkturcykel, och även om Koncernen inte är där riktigt än så ser den långsiktiga trenden positiv ut. 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 ca 36 % 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 sista mars år 2024 är god, med en soliditet om 49 %, en kassa om 18,6 MSEK och en outnyttjad checkkredit om 31 MSEK. Enligt Analyst Group är det kortsiktiga hack i kurvan vad gäller negativ lönsamhet på sista raden inte alarmerande, och TCECURs Nettoskuld/EBITDA om 1,0x vittnar om att balansräkningen fortsatt är solid, vilket möjliggör fortsatta tillväxtinitiativ, såsom förvärv.

64,7 MSEK
ÅTERKOMMANDE
INTÄKTER

5,7 %
EBITDA-
MARGINAL

Under det första kvartalet år 2024 uppgick nettoomsättningen till 157,6 MSEK (148,4), motsvarande en organisk tillväxt om 6,2 % Y-Y. Utfallet kan jämföras med Analyst Groups estimat för Q1-24 om 160,0 MSEK i ett Base scenario, vilket TCECUR därmed underskred med -2,4 MSEK. Sett till Koncernens årliga återkommande intäkter har dessa fortsatt att öka stadigt, vilka vid utgången av mars uppgick till 64,7 MSEK (51,6), motsvarande en tillväxt om hela 25,4 % Y-Y och utgör därmed ca 11 % av omsättningen LTM. Den totala orderstocken vid utgången av Q1-24 uppgick till 184,2 MSEK (210,8), vilket visar på att det finns goda förutsättningar för tillväxt under kommande kvartal.

Kortsiktiga faktorer påverkar lönsamheten negativt

Under Q1-24 uppgick bruttomarginalen till 48,7 %, vilket var 0,8 procentenheter lägre än vårt estimat, och innebär därmed både en försämring Q-Q (50,5 %) och Y-Y (52,5 %). Koncernens EBITDA-resultat uppgick under det första kvartalet år 2024 till 8,9 MSEK (16,1), vilket motsvarar en minskning om ca -44 % mot jämförbart kvartal år 2023, motsvarande en marginal om 5,7 % (10,8). Detta var således i linje med Analyst Groups estimat om 5,7 % i ett Base scenario.

Trots att åtta av tio dotterbolag når ATH i omsättning under kvartalet och Koncernen växer som helhet, hämmas lönsamheten av ett antal faktorer. Först och främst kan den minskade lönsamheten härledas till att dotterbolaget AWT minskar omsättningen jämfört med samma period föregående år, och att RF Coverage hade ovanligt stora slutleveranser till Trafikverket under Q1-23. Dessa omständigheter påverkar Koncernens lönsamhet som helhet, då AWT och RF Coverage var väsentliga bidragsgivare till den solida lönsamheten motsvarande period föregående år. Ytterligare en faktor som påverkar lönsamheten negativt är ökade kostnader till följd av det tillfälliga behovet av underentreprenörer, vilket beror på att de organisatoriska förändringar som genomfördes under H2-23 ännu inte har realiserats fullt ut. Dessutom har en engångskostnad om ca 1 MSEK, som uppstod till följd av en strategistudie, ytterligare belastat lönsamheten under kvartalet. Koncernen framhäver även i rapporten att investeringar i dotterbolaget Sectragon International, som påbörjades under Q4-23, medför en växande kostnadsbas. Trots detta anser Analyst Group att resultatutvecklingen inte är alarmerande, då effekterna av TCECURs ökade tillväxtinitiativ ännu inte har realiserats fullt ut. När de organisatoriska förändringarna som genomfördes under hösten 2023 har nått fullt genomslag, när AWTs ordergång återhämtar sig och när Sectragon Internationals pipeline konverteras till konkreta affärer, estimerar Analyst Group en "ketchupeffekt" som kan realisera den underliggande lönsamheten i affärsmodellen. Nedan följer en sammanställning och jämförelse mellan vårt kvartalsestimata och faktiskt utfall, samt en överblick av TCECURs rullande omsättning och EBITDA-resultat de senaste tio kvartalen.

Jämförelse mellan våra estimat och faktiskt utfall för Q1 år 2024.

Utfall vs estimat Q1-24

**-2,4
MSEK**

... i lägre försäljning än estimerat...

**-0,2
MSEK**

..., såväl som -0,2 MSEK i lägre EBITDA än väntat,...

**0,0
PROCENT-
ENHETER**

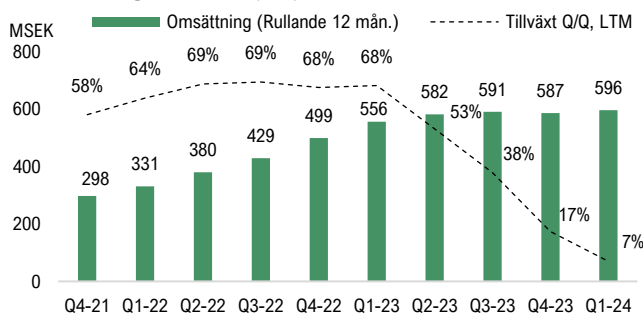
... gav en EBITDA-marginal i linje med vårt estimat i ett Base scenario.

Källa: TCECUR och Analyst Groups tidigare estimat

Utfall vs Estimat (MSEK)	Q1-24A	Q1-24E	Diff.
Nettoomsättning	157.6	160.0	-2.4
Övriga rörelseintäkter	0.8	1.9	-1.1
Totala intäkter	158.4	161.9	-3.5
COGS	-80.9	-80.8	-0.1
Bruttoresultat	77.5	81.1	-3.6
Bruttomarginal	48.7%	49.5%	-0.8%
Personalkostnader	-53.3	-57.6	4.3
Övriga externa kostnader	-15.2	-14.4	-0.8
Övriga rörelsekostnader	0.0	0.0	0.0
EBITDA	8.9	9.1	-0.2
EBITDA-marginal	5.7%	5.7%	0.0%

TCECURs omsättning R12 växer både Y-Y och Q-Q...

Nettoomsättning och tillväxt¹ (R12)

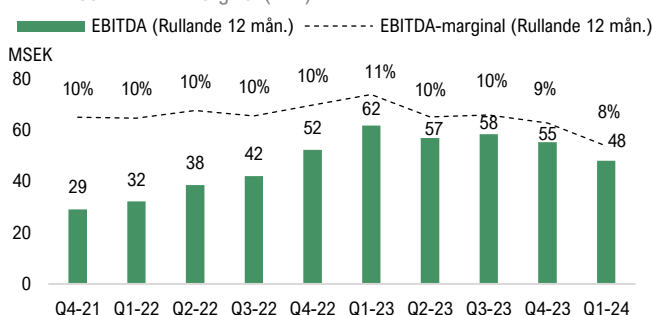


Källa: TCECUR

¹Inkluderar både förvärvat och organisk tillväxt

...men däremot har lönsamheten hämmats.

EBITDA och EBITDA-marginal (R12)



Källa: TCECUR

Affärsområdet Nationella Säkerhetssystem levererade en nettoomsättning om 84,4 MSEK (79,4), vilket är en ökning om 6,3 % i jämförelse med Q1-23. Integrationen av Mysec och Automatic Alarm har varit framgångsrik och resulterat i ett lönsamt och stärkt bolag. Affärsområdet har visat god affärsaktivitet under kvartalet, där bl.a. dotterbolaget LåsTeam har vunnit ett betydande ramavtal med Högskolan i Borås, värt 12 MSEK fördelat över fyra år. Avtalet omfattar ett brett spektrum av tjänster inklusive inbrottslarm, brandlarm och värdeförvaringstjänster, vilket säkerställer en trygg och säker miljö för högskolans samtliga verksamheter. Dessutom har Mysec tecknat ett ramavtal med Upplands Bro kommun, värt upp till 6,5 MSEK över en fyraårsperiod, för kontroll, skötsel och underhåll av kommunens 85 säkerhetsanläggningar. Analyst Group anser att de vunna affärerna speglar dotterbolagets breda produktutbud och höga teknikhöjd, samt bolagets förmåga att anpassa design och programutveckling utefter kundens behov, vilket möjliggör betydande affärer.

Globala Säkerhetssystem uppvisade en omsättning om 21,3 MSEK (23,0) under det första kvartalet, vilket motsvarar en minskning om 7,6 % Y-Y. Som tidigare nämnt har AWT haft en svagare omsättning under kvartalet, då en av dotterbolagets större kunder hastigt reducerat orderläggningen. TCECUR bedömer dock att den tillfälliga minskningen av orderläggningen är övergående, och att den tidigare starka orderingången från AWT kommer att återvända. Det nystartade dotterbolaget Sectragon International har däremot uppvisat snabba operativa framsteg. Bland annat har bolaget säkrat dess första internationella affär med FN i Afrika och har även en växande pipeline av europeiska kunder, med vilka bolaget tidigare samarbetat med på den svenska marknaden.

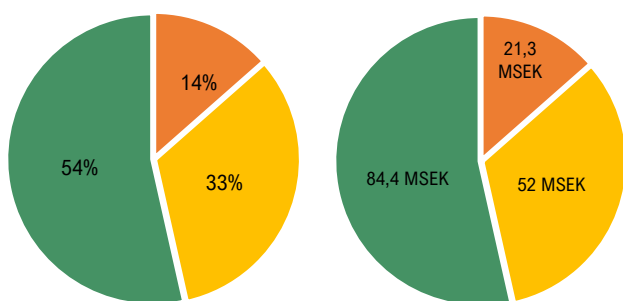
Nettoomsättningen inom affärsområdet Säker Kommunikation uppgick till 52 MSEK (46,0), motsvarande en tillväxt om 13 % jämfört med samma period föregående år, vilket kan tillskrivas en solid utveckling avseende orderingång, omsättning och lönsamhet för samtliga dotterbolag inom affärsområdet.

Sett till Koncernens tre affärssegment, Nationella Säkerhetssystem, Globala Säkerhetssystem och Säker Kommunikation, var fördelningen avseende försäljning under Q1-24 enligt nedan figur, i vilken det framgår att Nationella Säkerhetssystem fortsatt utgör den största andelen av Koncernens totala försäljning.

Under Q1-24 var omsättningen fördelad enligt följande.

Nettoomsättningsfördelningen mellan segment (%), Q1-24

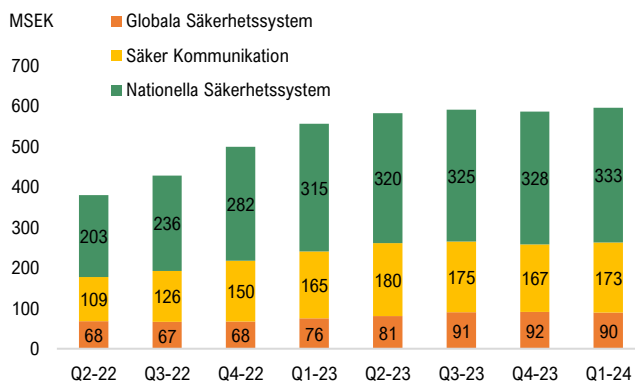
■ Globala Säkerhetssystem ■ Säker Kommunikation ■ Nationella Säkerhetssystem



Källa: TCECUR

Omsättningstrenden i TCECURs underliggande affärssegment.

Nettoomsättningsfördelningen mellan segment (rullande), Kvartalsvis



Källa: TCECUR

Finansiell ställning och kassaflöde

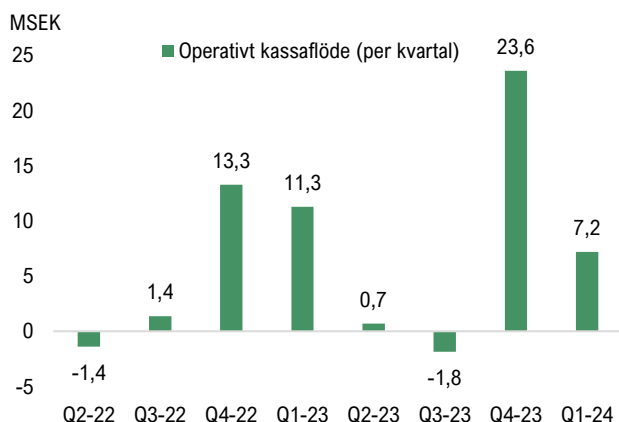
1,0x
Nettoskuld/EBITDA

Sett till nettoskulden per den sista mars (exkl. nyttjanderättstillgångar) uppgick denna till ca 47,0 MSEK, utifrån en kassa om ca 18,6 MSEK i förhållande till de räntebärande skulderna om ca 65,7 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 Analyst Group ser som ett styrketecken, då den solida balansräkningen ger Koncernen ökad flexibilitet och handlingsutrymme, särskilt när det gäller potentiella framtida förvärv.

Kassaflödet från den löpande verksamheten efter förändringar i rörelsekapital uppgick till 7,2 MSEK (11,3) under Q1-24, där minskningen Y-Y primärt kan tillskrivas det negativa rörelseresultatet under det första kvartalet. Med tanke på de tydliga säsongsvariationerna inom branschen ger det rullande operativa kassaflödet (LTM) en mer representativ bild av verksamheten eftersom det jämnar ut säsongsbetonade fluktuationer, vilket illustreras i graferna nedan.

TCECUR har tydliga säsongsfuktuationer i sitt kassaflöde...

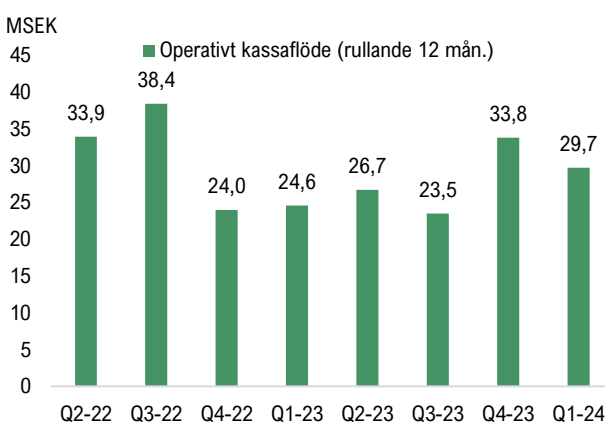
Operativt kassaflöde (kvartal)



Källa: TCECUR

...vilket dock visar en mer stabil trend LTM.

Operativt kassaflöde (rullande 12 mån.)



Källa: TCECUR

Sammanfattningsvis presenterar TCECUR en Q1-rapport där nettoomsättningen understeg våra estimat, men där primärt lägre personalkostnader än estimerat ledde till en EBITDA-marginal i linje med Analyst Groups prognoser. Analyst Group bedömer att resultatutvecklingen inte är alarmerande, främst med anledning av att TCECUR genomfört en rad organisatoriska initiativ som ännu inte återspeglats fullt ut i siffrorna. Vi anser att det finns flera ljusglimtar att ta med sig från TCECURs inledande kvartal år 2024, såsom en tillväxt om ca 25 % i de återkommande intäkterna, att åtta av tio dotterbolag når ATH i omsättning, och att Sectragon International har vunnit sina första affärer samt har en växande pipeline som kan komma att konverteras till affärer. Trots de kortsiktiga lönsamhetsproblemen vidhåller Analyst Group uppfattningen att aktien för närvarande är undervärderad och att det erbjuder en gynnsam risk/reward vid nuvarande nivåer.

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.

**10,3 %
ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT**

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.

**BEPRÖVAD OCH
FRAMGÅNGSRIK
FÖRVÄRVS-
STRATEGI**

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 10 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 POTENTIAL I
KOMBINATION MED
DIVERSIFIERAD
RISKSPRIDNING**

God finansiell position och utrymme för fler förvärv

Vid utgången av Q1-24 uppgick TCECURs kassa till 18,6 MSEK med en soliditet om 49 %, en outnyttjad checkkredit om 31,0 MSEK och en 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 2024 omsätta ca 628 MSEK med en EBITDA-marginal om 9,3 %. Baserat på en applicerad EV/EBITDA multipel om 9,8x på 2024 års estimerade EBITDA-resultat, med hänsyn till den antagna kapitalstrukturen, samt kompletterat med en DCF-värdering, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 49,8 kr (55,2).

**628 MSEK
ESTIMERAD
OMSÄTTNING
ÅR 2024**



234

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 mars år 2024 uppgick antalet medarbetare till 234 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 10 olika dotterbolag⁵.

Befintliga dotterbolag inom Koncernen

TCECUR

10 ST.
DOTTER-
BOLAG
INOM
KONCERNEN



¹TC Connect förvärv RA Kommunikationsteknik AB (RAKOM)

²Mysec förvärv Larmator

³AWT förvärv Comex

⁴TC Connect förvärv JOCAB

Källa: TCECUR ⁵Mysec och Automatic Alarm har gått samman och Sectragon Solutions utgörs av dotterbolagen Sectragon AB samt Sectragon International AB

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

Urval av kunder Säker Kommunikation



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.

Urval av kunder Nationella Säkerhetssystem



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.

Urval av kunder Globala Säkerhetssystem

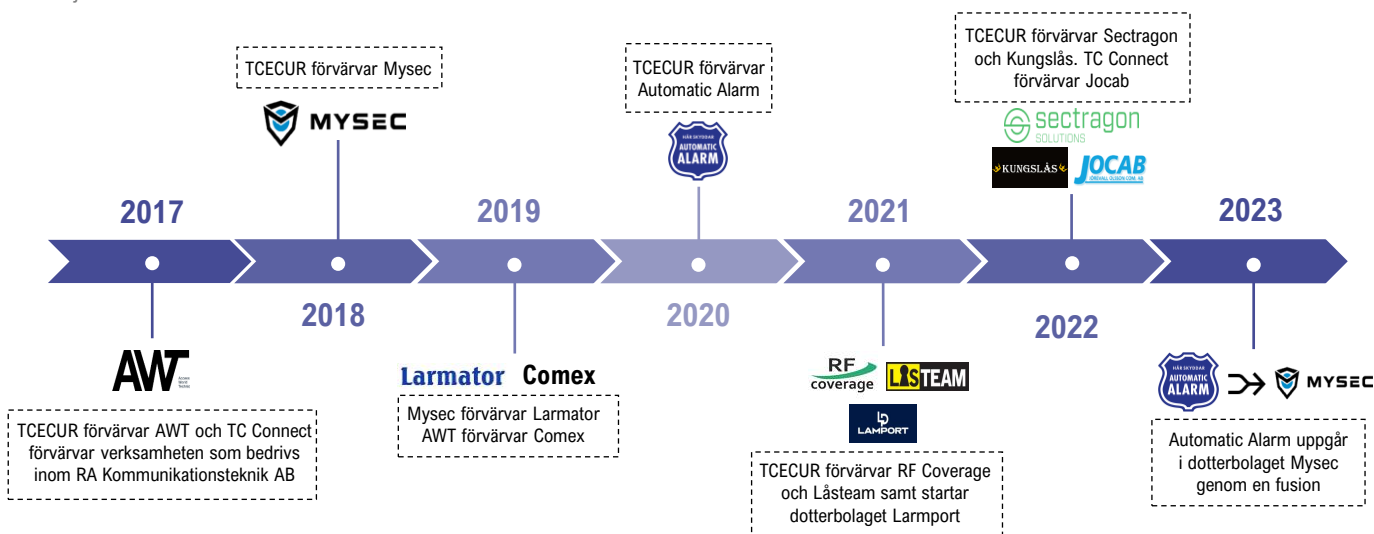


Globala Säkerhetssystem – erbjuder, likt affärsområdet Nationella säkerhetssystem, ett heltäckande tjänsteutbud som innefattar utveckling, design, integration, installation, samt högkvalitativ professionell service och underhåll av säkerhetstekniska lösningar till globala organisationer med höga krav 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, erbjuder 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. Vid utgången av Q1-24 uppgick ca 11 % av Koncernens omsättning LTM av återkommande intäkter i form av service- och underhållsavtal (SoU) samt avtalsbundna intäkter genom Koncernens automatiska larmförmedlingstjänst, där merparten är hänförlig till affärssegmentet Säker Kommunikation. Även om endast 11 % av nettoomsättningen är av återkommande karaktär leder de långvariga och starka relationerna i regel till uppdaterade avtal och därmed en ökad grad av förutsägbara 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



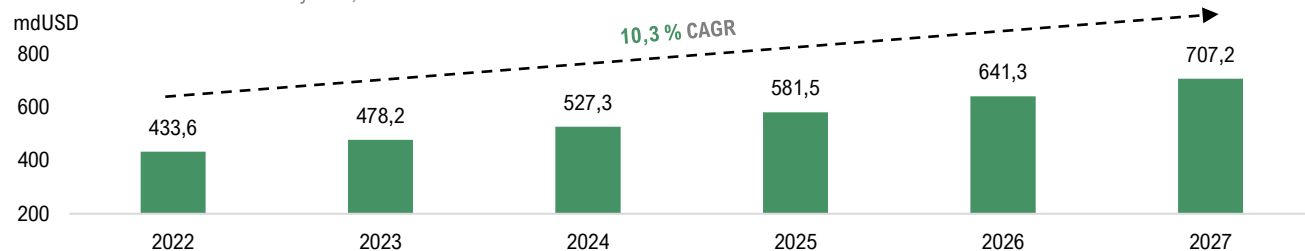
Källa: TCECUR

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



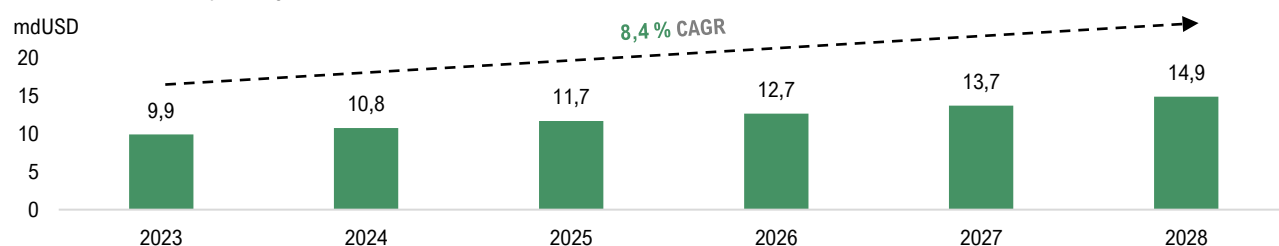
Källa: MarketsandMarkets, 2022

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

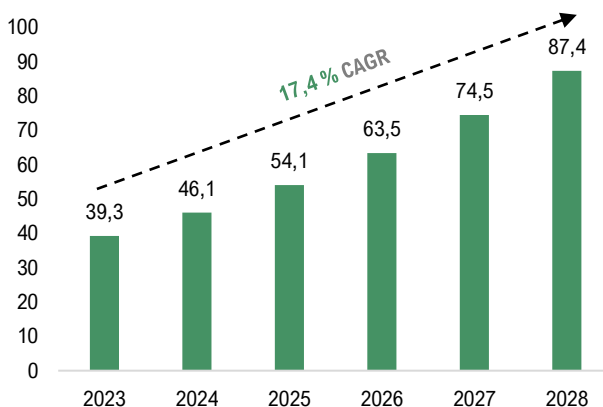


Källa: TCECUR och Analyst Groups illustration

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Globala biometrimarknaden, 2023-2028

mdUSD



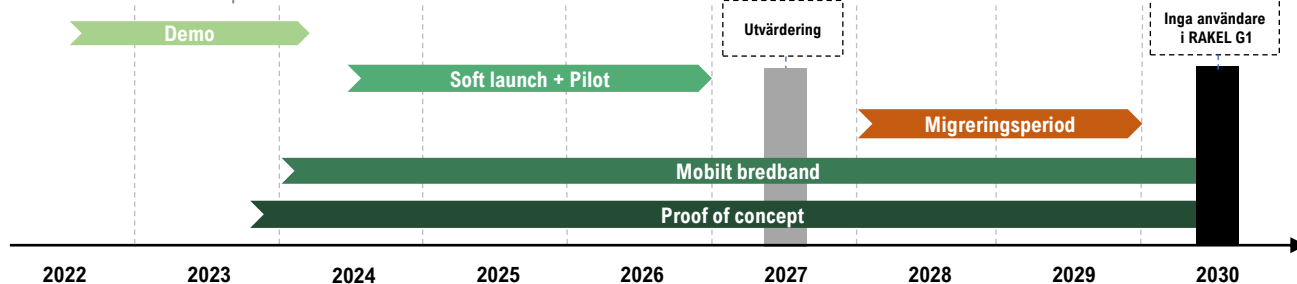
Källa: IMARC Group, 2023

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

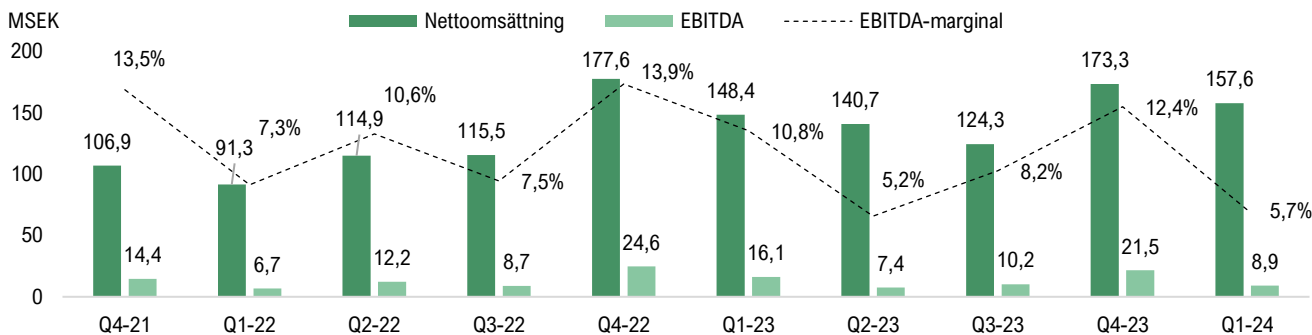


Källa: MSB, 2023, Raket G2 utredningsuppdrag och planering

För helåret 2023 uppgick nettoomsättningen till 586,6 MSEK, motsvarande en tillväxt om 17,5 %. Den historiska tillväxten kan härledas från organisk utveckling såväl som genomförda förvärv, och enbart sett till den organiska tillväxten uppgick denna till 10,5 % under år 2023, vilket är strax över Koncernens långsiktiga målsättning om 10 %. Vid utgången av mars år 2024 uppgick de årliga återkommande intäkterna till 64,7 MSEK, vilket utgör ca 11 % av Koncernens nettoomsättning LTM och representerar en tillväxt om 25,4 % Y-Y. Koncernens EBITDA-marginal minskade från 10,5 % år 2022 till 9,4 % år 2023 och på EBIT-nivå minskade marginalen från 5,4 % till 4,3 %. Värt att belysa är dock att Koncernen belastats av omstrukturerings-kostnader om 4,7 MSEK, hänförligt till VD-byte och sammanslagningen mellan Mysec och Automatic Alarm. Justerat för dessa kostnader uppgick EBITDA-marginalen till 10,2 %, vilket är något lägre än föregående år. Vid utgången av Q1-24 uppgick den samlade orderstocken till 184,2 MSEK, vilket ger en indikation på att efterfrågan fortfarande är stark. Affärsområdet Globala Säkerhetssystem orderstock uppgick till 9,2 MSEK, en drastisk minskning Y-Y, då den uppgick till 27,5 MSEK, vilket är hänförligt till att en av AWTs största kunder kraftigt minskat sina projekt. TCECUR bedömer att detta är av tillfällig karaktär och att den starka ordergången som AWT tidigare haft har potential att återhämta sig.

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

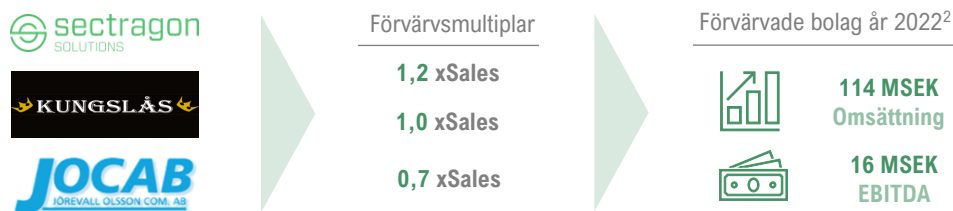
Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal



TCECUR har mellan åren 2018-2023 uppvisat en genomsnittlig årlig nettoomsättningstillväxt om 25,6 %, 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 köpeskillingarna 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



Källa: TCECUR

¹Data hämtat från Alla Bolag

²Data hämtat från Alla Bolag

Omsättningsprognos

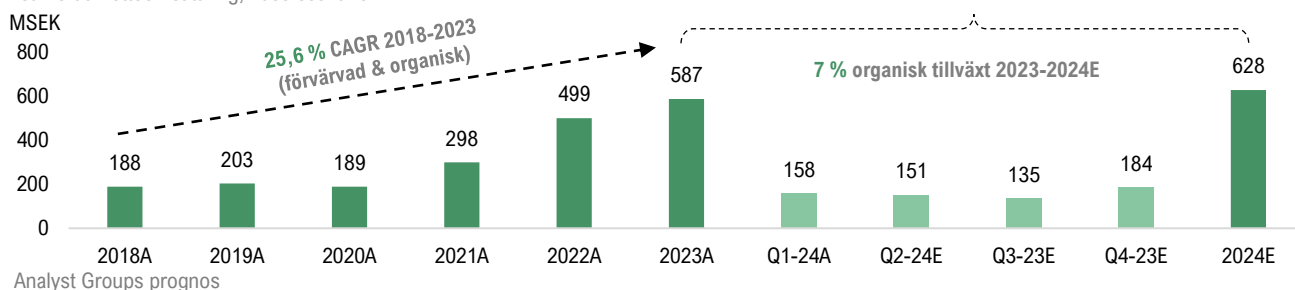
7 %
OMSÄTTNINGSTILLVÄXT 2024E

För år 2023 uppgick som nämnt Koncernens rapporterade omsättning till 586,6 MSEK. Givet att TCECUR fortsatt kan hantera rådande/kommande marknadsklimat på ett framgångsrikt vis, estimerar vi att försäljningen kan stiga med 7 % under år 2024 för att då uppgå till 627,7 MSEK. 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 tillväxtvågen, förväntas även en realisering av nuvarande orderbok, uppskalning av tidigare ordrar och nya tillkommande affärsmöjligheter bidra till tillväxt framgent. 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. Inom samma tema ser Analyst Group med tillförsikt på Sectragon International AB:s framtida resa, som, likt AWT, har god potential att växa tillsammans med större globala nyckelkunder. Sectragon International har säkrat bolagets första internationella affär med FN i Afrika och har utöver det en växande pipeline av projekt, vilket bådär gott för framtida tillväxt.

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 2024-2026, som estimeras uppgå till 8 %.

TCECUR förväntas rida på den strukturella tillväxtvågen inom säkerhetsmarknaden.

Estimerad nettoomsättning, Base scenario



Brutto- och rörelsekostnader

52,1 %
BRUTTOMARGINAL 2026E

Under år 2023 uppgick TCECURS bruttomarginal till 50,6 %, vilket är en förbättring i jämförelse med år 2022, då den uppgick till 50,2 %. Kommande år estimeras bruttomarginalen öka succesivt, för att år 2026 uppgå till 52,1 %. Detta förväntas drivas av interna effektiviseringar och kostnadssynergier, bl.a. i termer av gemensamma inköp. I takt med att Koncernen vuxit sig större de senaste åren, både organiskt och genom förvärv, har TCECUR utökat marknadspositionen, vilket Analyst Group bedömer leder till en bättre förhandlingsposition gentemot grossister avseende inköpspriser. Ett exempel på en åtgärd som förväntas stärka lönsamheten för Koncernen som helhet är sammanslagningen mellan Mysec och Automatic Alarm. Framöver förväntar Analyst Group att Koncernen fortsatt kommer att fokusera på lågt hängande frukter som steg för steg kan stärka lönsamheten.

Dotterbolagen inom Koncernen verkar inom olika förgreningar av säkerhetsmarknaden, där det varierade produkt- och tjänstebudet 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 stärkes Koncernen i samband med förvärven av Sectragon och Kungslås, vilket förväntas bana väg för starkare marginaler framgent, givet de förvärvade bolagens lönsamhet. Värt att ha i åtanke är att lönsamheten till viss mån fluktuerat inom de olika dotterbolagen under de senaste åren, exempelvis inom Låsteam, där dotterbolaget uppvisade en rörelsemarginal mellan 4,4 % – 6,6 % under perioden 2019-2021, för att sedan sjunka till -0,1 % år 2022. Således ger nedan tabell en indikation om de olika lönsamhetsnivåerna inom Koncernen, och Analyst Group bedömer att det finns god potential att stärka lönsamheten inom samtliga bolag, men framför allt inom de bolag vars rörelsemarginal fluktuerar kring låga ensiffriga tal.

Nedan tabell illustrerar de varierande rörelsemarginalerna inom de olika dotterbolagen.

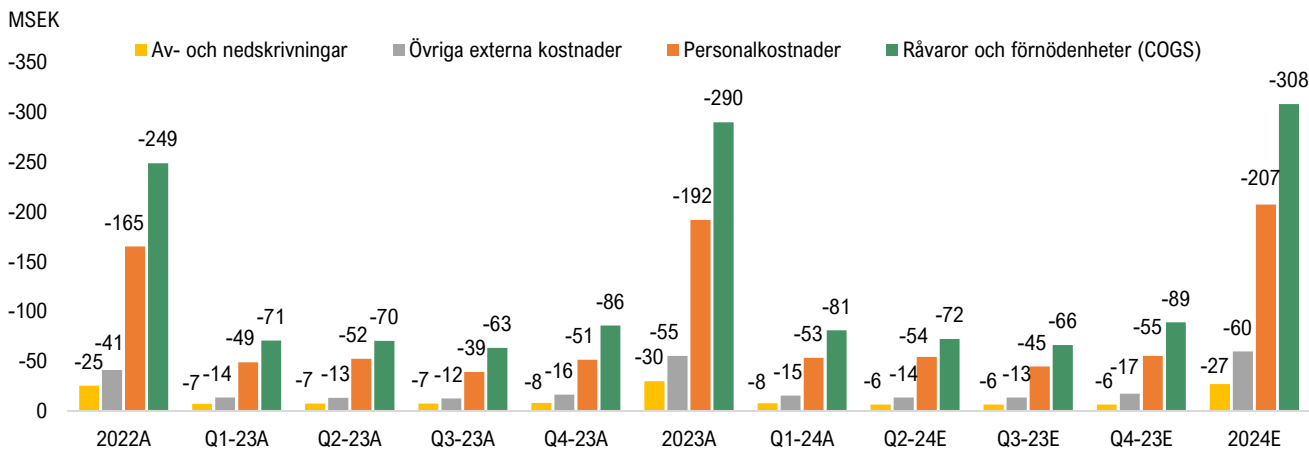
Affärsområde	Säker Kommunikation		Nationella Säkerhetssystem					Globala Säkerhetssystem
Dotterbolag ¹ 2022 (MSEK) ²	TC Connect Sverige	RF Coverage	Mysec	Sectragon	Automatic Alarm	Kungslås	LåsTeam	AWT
Nettoomsättning	38,0	43,0	67,0	83,4	43,7	26,8	103,9	52,4
EBIT	3,3	5,3	4,63	8,85	1	6,05	-0,1	0,3
EBIT-marginal	8,7%	12,3%	6,9%	10,6%	2,3%	22,6%	-0,1%	0,6%

PERSONAL
ESTIMERAS
UTGÖRA STÖRST
ANDEL AV DE
FASTA
KOSTNADERNA

På rörelsenivå är det personalkostnader som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgår till 196,3 MSEK, motsvarande ca 33 % av Koncernens omsättning. 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, framför allt synligt under perioden 2025-2026. Ackumulerat på koncernnivå blir detta tydligt sett till vår prognos, där vi för helåret 2024 estimerar att personalkostnaderna står för 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 Koncernens totala kostnadsbas.

Prognostiserade rörelsekostnader, Base scenario



Analyst Groups prognos

11,8 %
EBITDA-
MARGINAL
2026E

Sammanfattningsvis estimerar Analyst Group att TCECUR omsätter 627,7 MSEK år 2024, motsvarande en organisk tillväxt om 7 % jämfört med omsättningen om 586,6 MSEK under år 2023, med en EBITDA-marginal uppgående till 9,3 % i ett Base scenario. Mellan åren 2024-2026 estimeras en genomsnittlig årlig nettoomsättningstillväxt (CAGR) om 8,0 %. Framöver förväntas kostnadssynergier realiseras genom ökade inköpsvolym 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 9,4 % år 2023 till 11,8 % år 2026. Under perioden förväntas TCECUR genomföra ytterligare förvärv, vilket i sådant fall skulle innebära att prognoserna kommer justeras.

¹Dotterbolagen Sactragon International, Lamport och TC Connect Norge saknas i tabellen

²Data hämtat från Alla Bolag

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 Koncernens relativt låga börsvärde, förutom det faktum att TCECUR är det enda bolaget som är verksamt inom säkerhetsbranschen. Detta blir särskilt tydligt när vi jämför TCECUR 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	33,621	66,234	100,262	127,181	9,381	12,320	16,957	10,237	7,188	675	38,406	14,638	231
Enterprise Value	36,038	71,026	108,736	137,403	12,223	16,312	19,028	13,655	8,706	806	42,393	17,670	278
Omsättningstillväxt Y-Y	18,1%	16,3%	9,9%	8,9%	-4,0%	33,7%	4,9%	12,2%	0,6%	5,4%	10,6%	9,4%	7,1%
Bruttomarginal	39,1%	31,1%	34,8%	44,4%	38,7%	61,8%	14,9%	51,6%	47,8%	39,9%	40,4%	39,5%	49,6%
EBITDA-marginal	20,6%	16,0%	17,6%	25,4%	12,2%	23,7%	7,8%	10,0%	13,4%	10,8%	15,8%	14,7%	8,1%
ROIC	15,2%	16,5%	11,8%	13,4%	5,6%	5,7%	11,2%	8,2%	4,7%	20,4%	11,3%	11,5%	2,2%
Omsättningshastighet	0,9	1,3	0,9	0,7	1,0	0,5	1,2	1,4	0,8	1,4	1,0	1,0	1,1
Soliditet	38%	38%	46%	47%	30%	42%	35%	34%	38%	35%	38%	38%	49%
Nettoskuld/EBITDA	1,5	1,5	1,5	1,6	3,0	3,3	0,9	2,4	2,4	1,3	1,9	1,6	1,0
EV/S	4,7	3,5	3,4	5,5	1,5	3,1	0,6	0,9	1,7	0,8	2,6	2,4	0,5
EV/EBITDA	22,7	21,6	19,2	21,6	12,3	13,0	8,0	9,4	12,7	7,8	14,8	12,8	5,8
EV/EBIT	30,8	28,6	26,9	28,8	20,5	17,8	11,0	15,0	22,0	11,7	21,3	21,3	15,8
Marknadsdata				Multiplar				Estimerad tillväxt				Lönsamhet	
Företag ¹	Marknadsvärde (MSEK)	Nettoskuld (MSEK)	EV (MSEK)	EV/Sales 2024E	EV/Sales 2025E	EV/EBITDA 2024E	EV/EBITDA 2025E	EV/EBIT 2024E	EV/EBIT 2025E	Oms. CAGR 2024A-2025E	EBITDA CAGR 2024A-2025E	EBITDA-marginal 2024E	EBITDA-marginal 2025E
Lagercrantz	33,621	2,417	36,038	4,4	4,0	21,3	19,1	28,9	25,7	12,1%	13,9%	20,7%	15,4%
Addtech	66,234	4,792	71,026	3,5	3,4	22,8	22,3	29,2	28,2	5,5%	5,3%	15,4%	12,1%
Indutrade	100,262	8,474	108,736	3,4	3,2	19,8	18,1	28,2	24,9	2,8%	2,5%	17,4%	13,0%
Lifco	127,181	10,222	137,403	5,5	5,0	22,6	19,6	30,6	25,8	6,1%	5,5%	24,1%	19,3%
Volati	9,381	2,842	12,223	1,5	1,4	11,5	11,0	20,8	15,9	6,0%	5,6%	13,0%	8,8%
Sdiptech	12,320	3,992	16,312	3,1	2,8	12,9	12,0	18,1	16,3	10,2%	9,0%	23,6%	17,1%
Bravida	16,957	2,071	19,028	0,6	0,6	8,4	7,6	11,6	10,0	1,7%	3,9%	7,7%	6,3%
Instalco	10,237	3,418	13,655	1,0	0,9	9,7	9,1	15,3	13,3	1,9%	3,1%	9,9%	6,9%
Bergman & Beving	7,188	1,518	8,706	1,8	1,8	13,4	12,4	23,0	20,8	2,0%	11,0%	13,7%	8,5%
Christian Berner Tech	675	130	806	0,8	0,8	7,4	6,9	10,9	9,8	3,6%	7,0%	11,2%	8,1%
75:e percentilen	74,741	5,713	80,454	3,7	3,5	21,7	19,3	29,0	25,7	7,2%	9,5%	21,5%	15,8%
Genomsnitt, peers	38,406	3,988	42,393	2,6	2,4	15,0	13,8	21,7	19,1	5,2%	6,7%	15,7%	11,5%
Median, peers	14,638	3,130	17,670	2,4	2,3	13,1	12,2	21,9	18,6	4,6%	5,6%	14,5%	10,5%
25:e percentilen	8,833	1,933	11,344	0,9	0,9	9,4	8,7	14,4	12,4	2,0%	3,7%	10,9%	7,8%
TCECUR	231	47	278	0,4	0,4	4,8	3,9	9,2	6,1	7,5%	13,9%	9,3%	10,5%

Samtliga jämförelsebolag är större än TCECUR i termer av börsvärde, vilket motiverar en värderingsrabatt. Däremot förväntas TCECUR uppvisa en starkare tillväxt, då Koncernen förväntas växa nettoomsättningen med 7,5 % CAGR och EBITDA-resultatet med 13,9 % CAGR mellan år 2024-2025, vilket kan ställas i relation till peer-gruppens median, som väntas uppvisa en årlig omsättningstillväxt om 4,6 % samt 5,6 % 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 7,5 % (CAGR) reflekterar TCECURs ocykliska verksamhet, till följd av att Koncernens potentiella intäktsströmmar, tillika kassaflöden, förväntas vara mer resistenta 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.

Avseende lönsamhet uppvisar TCECUR en högre bruttomarginal (49,6 %) jämfört med både genomsnitts- (40,4 %) och medianbolaget (39,5 %). Däremot besitter TCECUR en större kostnadskostym på rörelsenivå, vilket medför att EBITDA-marginalen om 8,1 % understiger jämförelsebolagen, där genomsnittet (medianen) uppgår till 15,8 % (14,7 %), den lägre lönsamheten motiverar således en lägre multipel.

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 Koncernens 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 Koncernen 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, vilket Koncernens Nettoskuld/EBITDA (1,0x) samt soliditet (49 %) vittnar om, vilket kan jämföras med medianen som uppvisar Nettoskuld/EBITDA om 1,6x samt ca 38 % soliditet. Peer-gruppen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA multipel om 15,0x på 2024 års estimat (median 13,1x), samtidigt som TCECUR värderas till 4,8x på Analyst Groups prognoser för år 2024, vilket vi anser är en för konservativ värdering.

Sammanfattning av relativvärdering

Sammantaget förväntas TCECUR växa såväl nettoomsättning som EBITDA i snabbare takt än peers under kommande år, och Koncernen besitter för närvarande en starkare balansräkning, vilket är faktorer som motiverar en premie. Dock är TCECUR ett väsentligt mindre bolag sett till börsvärde, och i kombination med den lägre lönsamhetsprofilen anser Analyst Group att TCECUR bör handlas till en rabatt i förhållande till peers. Däremot anser Analyst Group att rabatten bör mildras av, dels ovan nämnda faktorer, samt av TCECURs starka marknadsposition, bevisade förvärvshistorik, långvariga kundrelationer och skräddarsydda kundlösningar som resulterar i en *sticky* affärsmodell. Detta leder till en tillämpad målmultipel om EV/EBITDA 9,8x på 2024 års prognos, motsvarande en rabatt om 25 % i relation till peers (median). Givet den applicerade målmultipeln, estimerat EBITDA-resultat om 58,3 MSEK år 2024, samt en diskonteringsränta om 13,0 %, härleds ett potentiellt nuvärde om 49,8 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

49,8 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

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 8 % under den explicita prognosperioden, för att sedan avta och uppvisa en CAGR om 4,4 % under normaliseringsperioden. Avslutningsvis har en tillväxttakt om 2 % applicerats under terminalperioden. TCECUR förväntas expandera EBITDA-marginal från 9,4 % år 2023 till 11,8 % år 2026, vilket estimeras utgöra den stabiliserade EBITDA-marginalen under normaliseringsperioden. Diskonteringsräntan (WACC) väntas uppgå till 13,0 % och utifrån de framtida diskonterade fria kassaflödena härleds ett värde om 57,8 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 2024-2026E	8,0%
Nettoomsättning, CAGR 2027-2033E	4,4%
Skattesats	20,6%
Terminaltillväxt	2,0%
WACC antaganden	
Risikfri ränta	2,4%
Avkastningskrav	8,4%
Levered Beta	0,88
Small-cap riskpremie	3,8%
Cost of Equity	13,5%
Andelen lån	13%
WACC	13,0%
Värdering sammanfattning	
Nuvärde fria kassaflöden	339,7
Terminalvärde	267,0
Enterprise Value	606,7
Nettoskuld	47,0
Börsvärde	559,6
Antal aktier (miljontal)	9,7
Värde per aktie	57,8

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%	9,8%	10,8%	11,8%	12,8%	13,8%		
WACC	11,0%	65,0	68,4	72,5	77,6	84,2	WACC	11,0%	60,6	66,5	72,5	78,4	84,4
	12,0%	58,7	61,3	64,4	68,2	73,0		12,0%	54,0	59,2	64,4	69,6	74,8
	13,0%	53,3	55,4	57,8	60,7	64,3		13,0%	48,6	53,2	57,8	62,4	67,1
	14,0%	48,8	50,4	52,3	54,6	57,3		14,0%	44,1	48,2	52,3	56,5	60,6
	15,0%	44,9	46,2	47,7	49,5	51,6		15,0%	40,3	44,0	47,7	51,4	55,1

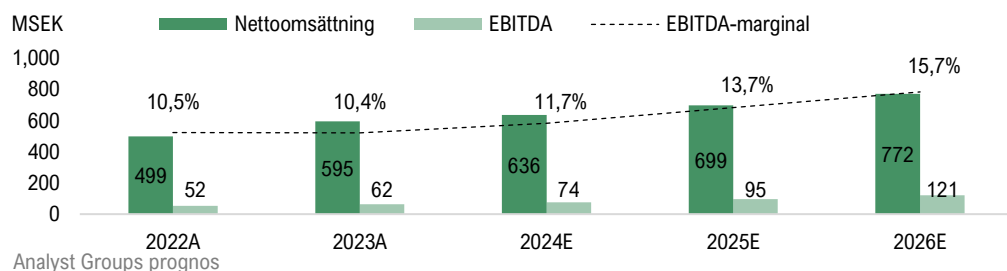
Bull scenario

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 dotterbolagen gynnas av varandras kundnätverk i större utsträckning, dvs., en högre grad av försäljningssynergier kan uppstå. Koncernens nya initiativ förväntas bli lyckosamma, dels genom ökad försäljning av produkten som adresserar larmmarknaden och de hål som uppstår när 2G- och 3G-näten stängs ner, dels genom ökad tillväxt från Sectragon International AB:s expansion tillsammans med globala nyckelkunder. Sammanslagningen mellan Mysec och Automatic Alarm förväntas leda till ett starkare värdeerbjudande, vilket ytterligare bidrar. TC Connect-bolagen förväntas få medvind från ett ökat behov av att upgradera befintliga system, och dotterbolagen RF Coverage, LåsTeam, Kungslås och Sectragon bidrar även till en större intäktsbas samt ökad rörelsemarginal. Med tanke på den högre förväntade omsättningen och EBITDA-tillväxten jämfört med Base scenariot, samt den högre förväntade lönsamhetsutvecklingen, anser Analyst Group att en tillämplig målmultiplikation i linje med peer-gruppens median är motiverad i ett Bull scenario. Givet en målmultiplikation om EV/EBITDA 10,5x på 2024 års prognos erhålls ett potentiellt nuvärde om 69,7 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

69,7 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

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

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



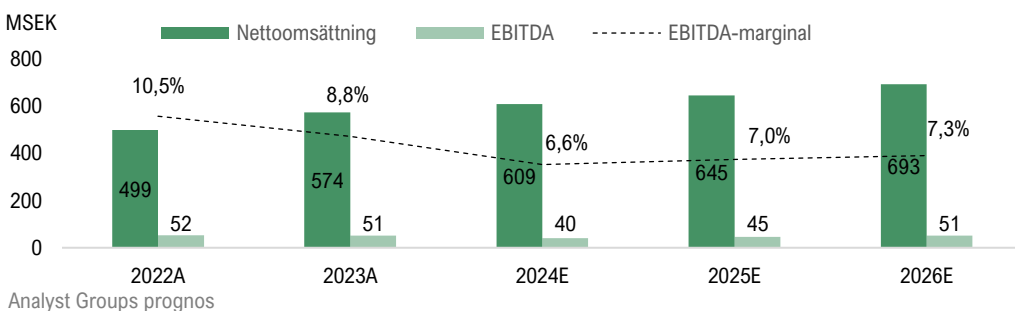
Bear scenario

Färre kundprojekt av bolagsspecifika anledningar, samt en avmattad efterfrågan från dotterbolagens kunder, hade påverkat tillväxten och värderingen negativt. I ett Bear scenario förväntas några av dotterbolagen brottas med lönsamhetsproblem och ökad resursbrist, vilket i kombination med den fasta kostnadsbasen påverkar marginalerna negativt, vilket i sin tur kan komma att hämma utvecklingen av TCECUR-aktien. Lägre förväntad tillväxt och en pressad marginal kan leda till att lönsamhetsmålet revideras eller skjuts fram i tiden, vilket följaktligen skulle kunna resultera i ökad skepsis från marknaden och således spegla sig i värderingen. Baserat på en applicerad multiplikation om EV/EBITDA 6,5x på 2024 års estimerade EBITDA-resultat härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 20,2 kr i ett Bear scenario. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

20,2 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



Jacob Philipson, VD TCECUR Sweden AB

Jacob har en examen i företagsekonomi från Bryssels Universitet och har varit verksam i både stora och små mjukvarubolag i Europa, såväl som i Asien och Australien. Jacob började sin karriär med Ericsson Hewlett-Packard (EHPT), där han bl.a. hade försäljningsansvar för Sydostasien. Under början av 2000-talet arbetade Jacob för Oracle och hade globalt ansvar för ett telekomsegment. Under 2010-talet var Jacob VD i 8 år för Datscha AB, ett SaaS-bolag inom den kommersiella fastighetsbranschen, vilket Jacob drev till försäljning till amerikanska Real Capital Analytics (RCA) 2019. Jacob har även tidigare varit VD på QBank, Partner i Stronghold Invest och haft styrelseuppdrag i en rad SaaS-bolag. Jacob äger **35 063** 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 industri-koncern listad på Stockholmsbörsen. Liselott äger **17 589** aktier.

Hannes Thorén Sadek, Head of Corporate Development

Hannes har en masterexamen i *Management and Economics of Innovation* från Chalmers tekniska högskola och kommer senast från Bokusgruppen där han arbetade med affärsutveckling och förvärv, och dessförinnan har han bl.a. arbetat som managementkonsult på Capgemini samt med förvärv och strategi på Volati. Hannes äger **0** 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 **102 266** aktier via bolag.



Niclas Söderström, VD Sectragon

Niclas började sin anställning på Sectragon AB i ett tidigt skede av företagets utveckling, där han initialt fokuserade på att bygga upp bolagets B2B-segment. Denna roll utvecklades sedan till att omfatta en mer övergripande ansvarsroll inom bolaget, vilket gav honom möjlighet att bidra till dess strategiska och operativa utveckling som verksamhetschef, för att sedan överta rollen som VD under 2023. Niclas äger **0** aktier.



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 **216 387** 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

Marcus har en omfattande erfarenhet från säkerhetsbranschen både i Sverige och Norge. Han kommer senast från AXS Nordic AB och har tidigare arbetat på Certego AS och ASSA ABLOY Opening Solutions AB. Han har en gedigen erfarenhet som sträcker sig från faktisk låsmontering till försäljning, rådgivning, projektering och teknisk support. Marcus innehar även ett Mästarbrev inom låssmedyrket. Marcus äger **0** aktier.

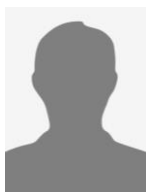
Ole Oftedal, Styrelseordförande TCECUR Sweden AB



Ole har lång erfarenhet som företagsledare och entreprenör, där han har bakgrund som både styrelseordförande och VD 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 var VD för TCECUR mellan 2017-2020, samt tillförordnad VD under 2023.

Ole äger **280 746** aktier.

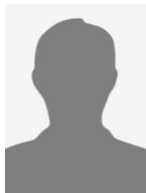
Håkan Blomdahl, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB



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 **2 400 000** aktier, varav Håkan äger **61,3 %** av kapitalet i Arbona AB.

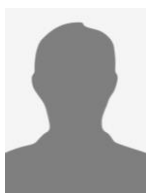
Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB



Martin är utbildad civilingenjör och civilekonom samt har erfarenhet från bl.a. McKinsey & Co, Nordstjernen, 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.

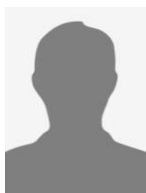
Jonas Arvidsson, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB



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.

Jan Troadec-Karlsson, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

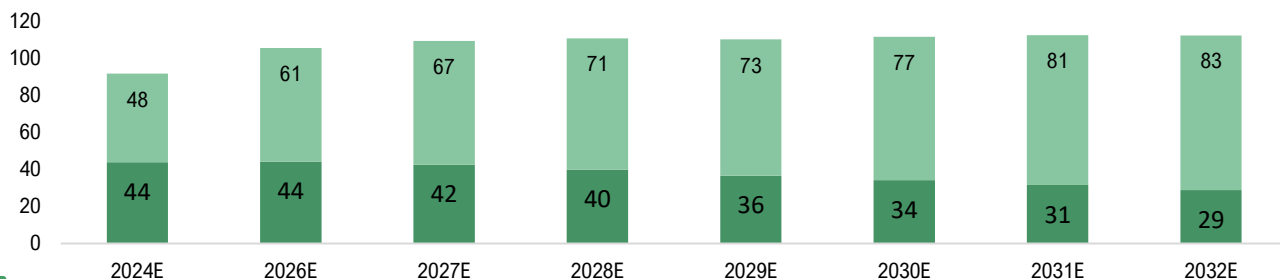


Jan har en kandidatexamen i företagsekonomi från ESSEC Business School i Frankrike. Han besitter gedigen erfarenhet, bland annat från ledande roller inom Ericsson och som VD på DigitalRoute. Andra styrelseuppdrag inkluderar för närvarande rollen som styrelseledamot i Proptivity.

Jan äger **0** aktier.

Resultaträkning, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E				
Nettoomsättning	298,040	499,335	586,589	627,650	677,862	738,870				
Övriga rörelseintäkter	5,698	7,803	5,443	5,649	6,101	6,650				
Totala intäkter	303,738	507,138	592,032	633,299	683,963	745,520				
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135,159	-248,754	-289,828	-308,233	-327,808	-353,616				
Bruttoresultat	168,579	258,384	302,204	325,066	356,155	391,904				
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	50,6%	50,9%	51,6%	52,1%				
Personalkostnader	-110,770	-165,012	-191,798	-207,125	-220,305	-236,438				
Övriga externa kostnader	-28,803	-41,179	-55,285	-59,627	-64,397	-68,345				
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0				
EBITDA	29,006	52,193	55,121	58,315	71,453	87,120				
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,4%	9,3%	10,5%	11,8%				
Av- och nedskrivningar	-16,000	-25,159	-29,818	-27,899	-25,823	-23,135				
EBIT	13,006	27,034	25,303	30,415	45,630	63,985				
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	4,3%	4,8%	6,7%	8,7%				
Ränteintäkter	363	851	2,530	2,511	2,711	2,955				
Räntekostnader	-5,029	-6,479	-10,733	-7,885	-6,611	-5,337				
EBT	8,340	21,406	17,100	25,041	41,731	61,603				
Skatt	-1,497	-3,744	-3,938	-5,158	-8,596	-12,690				
Nettoresultat	6,843	17,662	13,162	19,883	33,134	48,913				
Nettomarginal	2,3%	3,5%	2,2%	3,2%	4,9%	6,6%				
DCF - Base Scenario	Explicit prognosperiod			Normaliserad prognosperiod						Terminal
MSEK	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Value
EBIT	30,415	45,630	63,985	73,525	82,127	94,431	99,923	103,294	106,663	108,976
Skatt	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
EBIT (1-skatt)	24,150	36,230	50,804	58,379	65,208	74,979	79,339	82,015	84,690	86,527
+ Avskrivningar	27,899	25,823	23,135	19,765	16,761	9,400	9,100	9,000	9,000	9,000
- Capex	-11,500	-10,500	-9,500	-9,000	-9,000	-9,000	-9,000	-9,000	-9,000	-9,000
Förändringar i rörelsekapital	7,138	-2,698	-3,167	-2,528	-2,318	-2,048	-2,150	-1,355	-1,395	-958
Fritt kassaflöde	47,687	48,855	61,272	66,616	70,651	73,331	77,289	80,661	83,295	85,569
WACC	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Diskonteringsperiod	0,71	1,71	2,71	3,71	4,71	5,71	6,71	7,71	8,71	8,71
Diskonteringsfaktor	0,92	0,81	0,72	0,63	0,56	0,50	0,44	0,39	0,34	0,34
Diskonterade kassaflöden	43,710	39,619	43,960	42,286	39,678	36,436	33,976	31,371	28,661	266,983

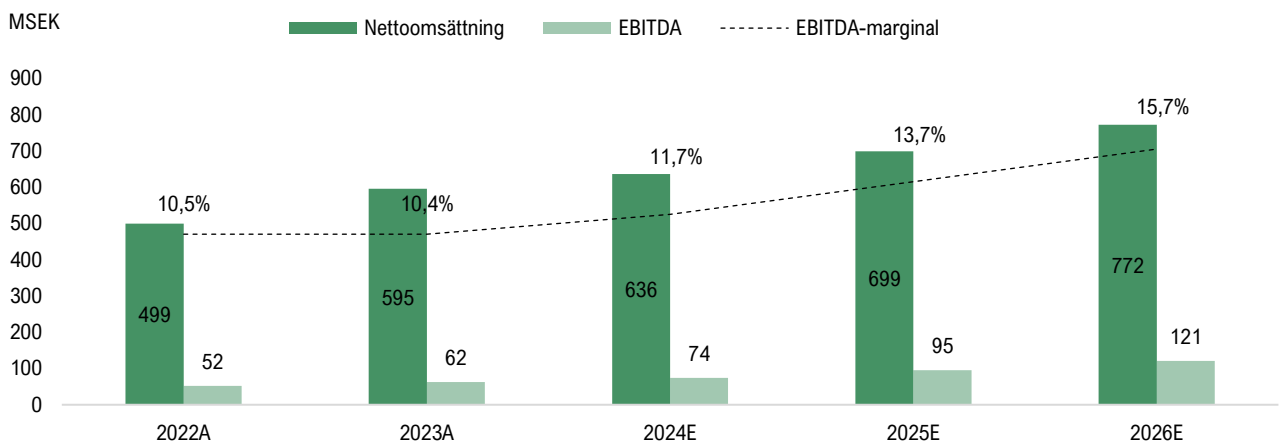
MSEK

■ Diskonterade kassaflöden
■ Fritt kassaflöde


Balansräkning, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Tillgångar						
Anläggningstillgångar						
Immateriella anläggningstillgångar	189,512	264,966	260,478	256,610	251,871	246,586
Materiella anläggningstillgångar	15,982	15,834	15,377	18,633	19,889	21,012
Nyttjanderättstillgångar	33,855	39,254	47,363	31,575	19,735	10,262
Uppskjutna skattefordringar	19,672	16,885	13,257	13,257	13,257	13,257
Övriga långfristiga fordringar	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	259,021	336,939	336,474	320,076	304,752	291,117
Omsättningstillgångar						
Varulager	23,632	33,233	35,993	46,446	49,396	53,285
Kundfordringar	81,255	109,126	113,604	137,567	148,573	161,944
Aktuella skattefordringar	1,677	1,895	961	2,382	2,573	2,804
Övriga fordringar	7,396	15,533	5,140	19,525	21,087	22,984
Upparbetad ej fakturerad intäkt	7,618	8,961	17,973	11,264	12,165	13,260
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	3,673	7,077	8,486	8,896	9,607	10,472
Kassa och bank	57,216	31,538	23,448	52,718	87,862	136,627
Summa omsättningstillgångar	182,467	207,363	205,605	278,797	331,261	401,375
Summa tillgångar	441,488	544,302	542,079	598,873	636,013	692,493
Eget kapital	200,977	243,783	261,542	281,425	314,559	363,472
Långfristiga skulder						
Upplåning kreditinstitut	42,142	70,230	48,371	43,534	38,697	33,860
Skulder avseende nyttjanderättstillgångar	22,964	25,043	30,726	30,726	30,726	30,726
Uppskjutna skatteskulder	16,650	20,905	19,014	19,014	19,014	19,014
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	81,756	116,178	98,111	93,274	88,437	83,600
Kortfristiga skulder						
Checkräkningskredit	0	0	3,534	0	0	0
Upplåning från kreditinstitut	14,400	11,285	17,335	11,557	5,778	0
Skulder avseende nyttjanderättstillgångar	10,377	13,940	16,784	16,784	16,784	16,784
Leverantörsskulder	25,487	53,706	52,946	63,336	67,358	72,661
Skatteskulder	2,367	3,039	2,694	3,820	4,126	4,497
Övriga kortfristiga skulder	44,479	45,771	28,913	57,533	62,136	67,728
Fakturerad ej upparbetad intäkt	30,248	18,661	29,544	23,456	25,333	27,613
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	31,397	37,939	28,496	47,688	51,503	56,139
Förskott från kund	0	0	2,180	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	158,755	184,341	182,426	224,174	233,017	245,421
Summa eget kapital och skulder	441,488	544,302	542,079	598,872	636,013	692,492

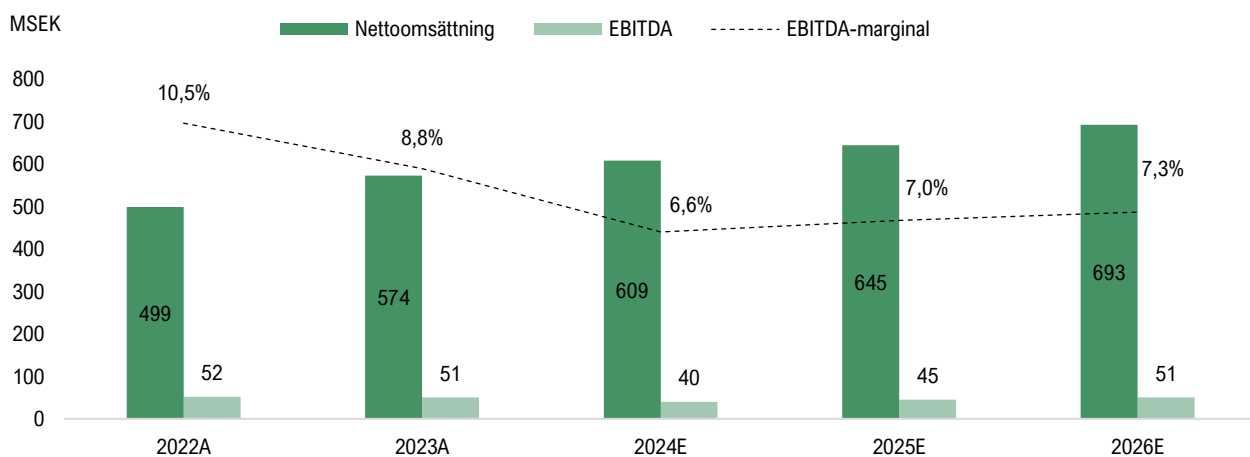
Kassaflödesanalys, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Den löpande verksamheten						
Rörelseresultat	13,006	27,034	25,303	30,415	45,630	63,985
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet						
Återläggning av avskrivningar	16,000	25,159	29,818	27,899	25,823	23,135
Övriga poster ej kassapåverkande	-2,491	-5,417	-1,353	0	0	0
Erhållen ränta	36	107	309	2,511	2,711	2,955
Erlagd ränta	-3,733	-4,570	-7,506	-7,885	-6,611	-5,337
Betald skatt	-2,067	-1,801	-4,370	-5,158	-8,596	-12,690
Kassaflöde från den löpande verksamheten före för. av RK	20,751	40,512	42,201	47,782	58,957	72,048
Förändringar i rörelsekapital						
Ökning/minskning varulager och pågående arbete	-2,943	-7,659	-3,135	-10,453	-2,950	-3,889
Ökning/minskning kundfordringar	-30,198	-14,206	-5,167	-23,963	-11,005	-13,372
Ökning/minskning kortfristiga fordringar	-9,116	-7,670	1,285	-9,506	-3,365	-4,089
Ökning/minskning leverantörsskulder och övriga skulder	45,870	12,988	-1,393	51,060	14,622	18,182
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	3,613	-16,547	-8,410	7,138	-2,698	-3,167
Kassaflöde från den löpande verksamheten	24,364	23,965	33,791	54,920	56,259	68,881
Kassaflöde från investeringsverksamheten						
Förvärv av dotterbolag	-52,515	-54,487	-5,682	0	0	0
Teckningsoptioner	7,260	412	3,262	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-4,451	0	-2,714	-3,500	-3,000	-2,500
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-998	-2,158	-4,812	-8,000	-7,500	-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	247	0	0	0
Kassaflöde från den investeringsverksamheten	-50,094	-55,616	-9,699	-11,500	-10,500	-9,500
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	-15,897	-10,615	-10,615	-10,615
Förändring checkkredit	-2,531	0	3,534	-3,534	0	0
Amortering lån nyttjanderättigheter	-9,643	-16,037	-18,958	0	0	0
Förändring i övriga långfristiga skulder	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde från finansieringsverksamheten	61,116	5,371	-31,321	-14,149	-10,615	-10,615
Likvida medel vid periodens början	21,443	57,216	31,538	23,448	52,718	87,862
Kassaflöde för perioden	4,123	4,123	4,123	29,270	35,144	48,765
Kursdifferens i likvida medel	387	602	-1,046	0	0	0
Likvida medel vid periodens slut	57,216	31,538	23,448	52,718	87,862	136,627

Resultaträkning, Bull scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	298,040	499,335	586,589	636,449	698,503	771,846
Övriga rörelseintäkter	5,698	7,803	5,443	7,637	8,382	9,262
Totala intäkter	303,738	507,138	592,032	644,086	706,885	781,108
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135,159	-248,754	-289,828	-308,099	-331,154	-358,206
Bruttoresultat	168,579	258,384	302,204	335,988	375,731	422,902
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	50,6%	51,6%	52,6%	53,6%
Personalkostnader	-110,770	-165,012	-191,798	-204,919	-221,406	-240,794
Övriga externa kostnader	-28,803	-41,179	-55,285	-56,802	-58,848	-61,167
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
EBITDA	29,006	52,193	55,121	74,267	95,478	120,940
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,4%	11,7%	13,7%	15,7%
Av- och nedskrivningar	-16,000	-25,159	-29,818	-27,899	-25,823	-23,135
EBIT	13,006	27,034	25,303	46,368	69,655	97,805
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	4,3%	7,3%	10,0%	12,7%
Ränteintäkter	363	851	2,530	2,546	2,794	3,087
Räntekostnader	-5,029	-6,479	-10,733	-7,885	-6,611	-5,337
EBT	8,340	21,406	17,100	41,029	65,838	95,555
Skatt	-1,497	-3,744	-3,938	-8,452	-13,563	-19,684
Nettoresultat	6,843	17,662	13,162	32,577	52,275	75,871
Nettomarginal	2,3%	3,5%	2,2%	5,1%	7,5%	9,8%



Nyckeltal	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/S	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/S	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,3	4,5	3,7	2,9	2,3
EV/EBIT	10,3	8,6	6,0	4,0	2,8

Resultaträkning, Bear scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	298,040	499,335	586,589	608,586	645,101	693,484
Övriga rörelseintäkter	5,698	7,803	5,443	4,564	4,838	5,201
Totala intäkter	303,738	507,138	592,032	613,150	649,940	698,685
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135,159	-248,754	-289,828	-302,522	-318,416	-340,563
Bruttoresultat	168,579	258,384	302,204	310,628	331,524	358,122
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	50,6%	50,3%	50,6%	50,9%
Personalkostnader	-110,770	-165,012	-191,798	-209,962	-220,947	-235,785
Övriga externa kostnader	-28,803	-41,179	-55,285	-60,401	-65,315	-71,601
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
EBITDA	29,006	52,193	55,121	40,265	45,261	50,736
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,4%	6,6%	7,0%	7,3%
Av- och nedskrivningar	-16,000	-25,159	-29,818	-27,899	-25,823	-23,135
EBIT	13,006	27,034	25,303	12,366	19,438	27,601
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	4,3%	2,0%	3,0%	4,0%
Ränteintäkter	363	851	2,530	2,434	2,580	2,774
Räntekostnader	-5,029	-6,479	-10,733	-7,885	-6,611	-5,337
EBT	8,340	21,406	17,100	6,915	15,407	25,038
Skatt	-1,497	-3,744	-3,938	-1,425	-3,174	-5,158
Nettoresultat	6,843	17,662	13,162	5,491	12,234	19,880
Nettomarginal	2,3%	3,5%	2,2%	0,9%	1,9%	2,9%



Nyckeltal	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/S	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA	5,3	5,5	6,9	6,2	5,5
EV/EBIT	10,3	13,3	22,5	14,3	10,1

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