

Omstrukturering för att påvisa underliggande lönsamhet

TCECUR ("TCECUR" eller "Koncernen") har stängt böckerna för årets andra kvartal, vilket färgats av modest omsättningstillväxt (3 % Y-Y) och lönsamhet som lämnar mer att önska. Trots att H1-24 inte levt upp till marknadens förväntningar finns det en rad ljusglimtar under kvartalet som bådär gott inför lönsam tillväxt framgent. Fortsatta nödvändiga investeringar i primärt Sectragon International och Lampport, samt ökade investeringar i produktutveckling av en larmsändare i syfte att kapitalisera på avvecklingen av 2G- och 3G-näten, är viktiga initiativ som förväntas främja framtida tillväxt. Vidare presenterades uppdaterade finansiella mål, där Koncernen bl.a. har som ambition att 20 % av de totala intäkterna skall vara av återkommande karaktär, vilket har potential att bidra till ökad lönsamhet framgent. Utifrån en reviderad helårsprognos för år 2024 härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 38,2 kr (49,8) i ett Base scenario.

▪ Modest omsättningstillväxt men robust orderstock

Nettoomsättningen under årets andra kvartal uppgick till 145,0 MSEK (140,7), motsvarande en tillväxt om 3 % Y-Y, vilket understeg våra estimat om 150,6 MSEK. Tillväxten i återkommande intäkter fortsätter att imponera (24 % Y-Y), och uppgår vid periodens slut till 65,4 MSEK, motsvarande ca 11 % av omsättningen LTM. Blickar vi framåt ger orderstocken om 194,4 MSEK en indikation på en återhämtning under H2-24, samt utgör en stark signal om den robusta efterfrågan på Koncernens konkurrenskraftiga tjänsteportfölj.

▪ Lönsamheten uppfyller inte förväntningarna

Rörelsekostnaderna (exkl. COGS och D&A) ökade med 9 % Y-Y, där personalkostnader stack ut med en ökning om 11 % Y-Y. Den tilltagande kostnadskostymen på rörelsenivå, driven av ökade personalkostnader i samband med förändring av ledningspersoner, kompenseras dock av en stark bruttomarginal under Q2-24, vilken uppgick till 53,6 % (50,0). Trots detta minskade EBITDA-resultatet med -4,2 % Y-Y, uppgående till 7,1 MSEK (7,4). Lönsamhetsprofilen varierar kraftigt mellan Koncernens dotterbolag, där affärsområdet Säker Kommunikation utmärker sig som det mest lönsamma segmentet, vilket även är källan till merparten av Koncernens återkommande intäkter, ett fokusområde som utgör en viktig pusselbit för att närma sig lönsamhetsmålet om 10 % EBITA-marginal. Vidare anser Analyst Group att det är av yttersta vikt att effektivt adressera de identifierade förbättringsområdena inom dotterbolagen, då framgångsrika effektiviseringsåtgärder är essentiella för att bidra till en starkare marginalprofil på lång sikt.

▪ Reviderade värderingsintervall i samtliga scenarion

I samband med Q2-rapporten reviderar vi våra estimat, vilka innefattar en lägre omsättningstillväxt samt lönsamhet under prognosperioden. Baserat på ett estimerat EBITDA-resultat om 43,5 MSEK för år 2024, en EV/EBITDA-multipel om 10,0x och en oförändrad kapitalstruktur, härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 38,2 kr (49,8) i ett Base scenario.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear

16,0 kr

Base

38,2 kr

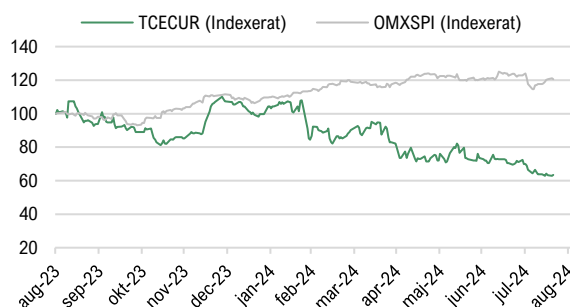
Bull

59,0 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2024-08-30)	18,3
Antal Aktier (st.)	9 681 130
Market Cap (MSEK)	176,7
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	48,0
Enterprise Value (MSEK)	224,7
Lista	Nordic SME
Kvartalsrapport 3 2024	2024-11-12

KURSUUTVECKLING



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS PER 2024-06-26)

Arbona AB (publ)	24,8 %
Avanza Pension	13,7 %
Nordnet Pension	10,3 %
NEA Partners	10,0%
Automatic Alarm Stockholm Holding AB	3,0 %

PROGNOSE (MSEK)	2022 ¹	2023	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	499,3	586,6	621,8	671,5	721,9
Bruttoresultat	258,4	302,2	320,8	354,2	384,4
Bruttomarginal	50,2%	50,6%	51,1%	51,9%	52,4%
EBITDA	52,2	55,1	43,5	61,1	76,5
EBITDA-marginal	10,5%	9,4%	7,0%	9,1%	10,6%
Nettoresultat	17,7	13,2	4,0	22,7	37,4
Nettomarginal	3,5%	2,2%	0,6%	3,4%	5,2%
P/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/S	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	3,4	3,2	4,1	2,9	2,3
P/E	10,0	13,4	43,8	7,8	4,7

¹Ej pro forma för 2022.

Innehållsförteckning

Kommentar Q2-rapport	3-5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell prognos	11-14
Värdering	15-16
Bull & Bear	17
Ledning & Styrelse	18-20
Appendix	21-25
Disclaimer	26

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, Access World Technic AB, Kungslås AB, Sectragon AB och Sectragon International AB.

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Jacob Philipson

Styrelseordförande Ole Oftedal

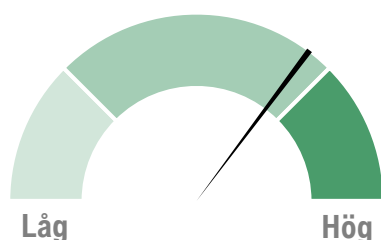
ANALYTIKER

Namn Oscar Mårdh

Telefon +46 76 044 29 70

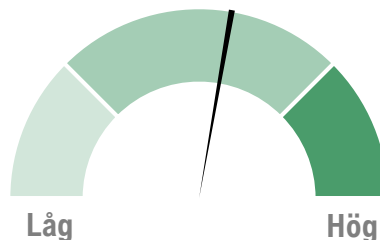
E-mail oscar.mardh@analystgroup.se

Värde drivare



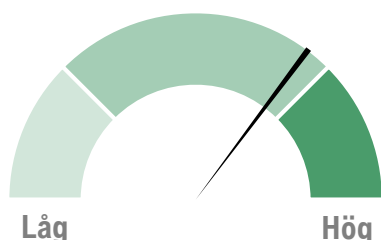
Tillväxt, kostnadssynergier, ökad lönsamhet och bidrag från förvärv är fortsatt värde drivarna för TCECUR under år 2024. Genom det nya dotterbolaget, Sectragon International AB, samt fusionen mellan Mysec och Automatic Alarm, har Koncernen vidtagit åtgärder som banar väg för både tillväxt och ökad lönsamhet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

Lönsamhet



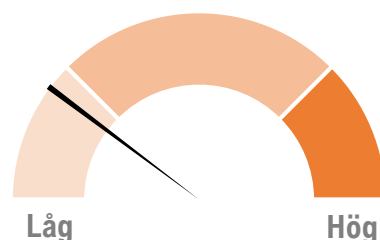
TCECUR är en koncern under uppbyggnad och under de senaste åren har flera dotterbolag tillkommit successivt. Sett till lönsamhet är målsättningen en EBITA-marginal om 10 %, och även om Koncernen brottats med lönsamheten under H1-24, ser de långsiktiga förutsättningarna fortsatt gynnsamma ut. Vi bedömer 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 37 % 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 juni år 2024 är god, med en soliditet om 50 %, en kassa om 17,4 MSEK och en outnyttjad checkkredit om ca 42 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.

65,4 MSEK
ÅTERKOMMANDE
INTÄKTER

4,9 %
EBITDA-
MARGINAL

INVESTERINGAR
FÖRVÄNTAS
FRÄMJA
FRAMTIDA
TILLVÄXT

Under det andra kvartalet år 2024 uppgick nettoomsättningen till 145,0 MSEK (140,7), motsvarande en organisk tillväxt om 3,0 % Y-Y. Utfallet kan jämföras med Analyst Groups estimat för Q2-24 om 150,6 MSEK i ett Base scenario, vilket TCECUR därmed underskred med 5,6 MSEK. Sett till Koncernens årliga återkommande intäkter har dessa fortsatt att öka stadigt, vilka vid utgången av juni uppgick till 65,4 MSEK (52,7), motsvarande en tillväxt om 24 % Y-Y och utgör därmed ca 11 % av omsättningen LTM. Den totala orderstocken vid utgången av Q2-24 uppgick till 194,4 MSEK (201,9), vilket visar på att det finns goda förutsättningar för tillväxt under kommande kvartal.

Under Q2-24 uppgick bruttomarginalen till 53,6 %, vilket var 1,6 procentenheter högre än vårt estimat, och innebär därmed både en förbättring Q-Q (48,7 %) och Y-Y (50,0 %). Koncernens EBITDA-resultat uppgick under det andra kvartalet år 2024 till 7,1 MSEK (7,4), vilket motsvarar en minskning om -4,2 % mot jämförbart kvartal år 2023, motsvarande en marginal om 4,9 % (5,2). Detta understeg Analyst Groups estimat om 7,9 % i ett Base scenario, där den främsta orsaken var högre personalkostnader än estimerat (58,1 MSEK vs. 54,2 MSEK). Koncernens kostnadsbas på rörelsenivå (exkl. COGS och D&A) ökade med 9 % Y-Y, där personalkostnader var den främsta bidragsgivaren, vilka ökade med 11 % Y-Y.

Lönsamheten lämnar mer att önska

Koncernen betonar att resultatutvecklingen inte är tillfredsställande, och lyfter fram en rad faktorer som föranlett det minskade rörelseresultatet. För det första har kvartalet präglats av fortsatta investeringar i dotterbolagen Sectragon International och Lampport, i syfte att främja framtida tillväxt, vilket kortsiktigt hämmar lönsamheten. Justerat för dessa investeringar skulle resultatet vara i linje med motsvarande period föregående år. För det andra brottas AWT med att dotterbolagets största kund, en global biltillverkare, är återhållsam med nya ordrar till följd av ett kostnadsbesparingsprogram. Det är dock värt att betona att AWT har lyckats kompensera merparten av detta genom att vinna en ny stor kund, samtidigt som dotterbolaget har uppvisat god kostnadskontroll. TCECUR framhåller att en tredje faktor bakom det lägre resultatet är dotterbolaget Sectragon AB:s höga personalomsättning under de senaste tre kvartalen, vilket har haft en negativ inverkan på dotterbolagets försäljning och leveransförmåga, vilket har resulterat i lägre omsättning och resultat under Q2-24.

Nedan följer en sammanställning och jämförelse mellan vårt kvartalsestimater och faktiskt utfall, samt en överblick av TCECURs rullande omsättning och EBITDA-resultat de senaste tio kvartalen. Grafen nedan visar den organiska tillväxten Y-Y per kvartal, och historiskt sett har en betydande del av omsättningstillväxten även drivits av förvärv.

Jämförelse mellan våra estimat och faktiskt utfall för Q2 år 2024.

Utfall vs estimat Q2-24

-5,6
MSEK

... i lägre
försäljning än
estimerat...

-4,9
MSEK

..., såväl som
-4,9 MSEK i
lägre EBITDA
än väntat,...

-3,1
PROCENT-
ENHETER

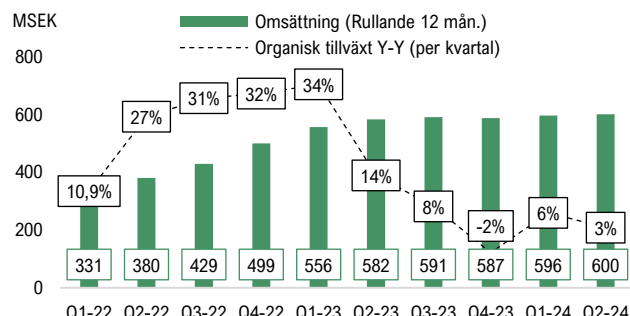
... gav 3,1
procentenheter
lägre EBITDA-
marginal än i vårt
Base scenario.

Källa: TCECUR och Analyst Groups tidigare estimat

Utfall vs Estimat (MSEK)	Q2-24A	Q2-24E	Diff.
Nettoomsättning	145,0	150,6	-5,6
Övriga rörelseintäkter	0,7	1,4	-0,7
Totala intäkter	145,7	152,0	-6,3
COGS	-67,3	-72,3	5,0
Bruttoresultat	78,4	79,7	-1,3
Bruttomarginal	53,6%	52,0%	1,6%
Personalkostnader	-58,1	-54,2	-4,0
Övriga externa kostnader	-13,2	-13,6	0,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0
EBITDA	7,1	12,0	-4,9
EBITDA-marginal	4,9%	7,9%	-3,1%

TCECURs omsättningstillväxt har avtagit under de senaste kvartalen...

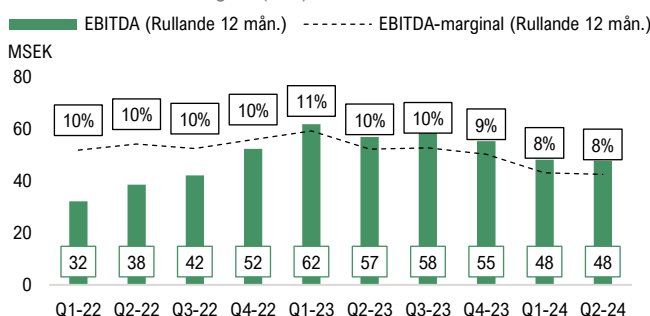
Nettoomsättning (R12) och organisk tillväxt (per kvartal)



Källa: TCECUR

...och en rad kortsiktiga faktorer hämmar lönsamheten.

EBITDA och EBITDA-marginal (R12)



Källa: TCECUR

Nettoomsättningen inom affärsområdet **Nationella Säkerhetssystem** uppgick till 76,4 MSEK (75,4) under Q2-24, motsvarande en ökning om 1,2 % jämfört med Q2-23. Orderstocken uppgick till 73,9 MSEK vid utgången av kvartalet, en betydande nedgång jämfört med motsvarande period föregående år då den uppgick till 103 MSEK. Denna minskning kan främst tillskrivas att större projekt med två kunder nyligen avslutats, varav en av dessa kunder har övergått till dotterbolaget Sectragon International. Övriga dotterbolag inom affärsområdet uppvisar växande orderstockar, och Koncernen ser fortsatta synergier från fusionen mellan Mysec och Automatic Alarm.

Affärsområdet **Säker Kommunikation**, tillika det mest lönsamma segmentet inom Koncernen, levererade en nettoomsättning om 48,9 MSEK (44,2), motsvarande en tillväxt om 10,6 % jämfört med samma period föregående år, vilket kan tillskrivas en fortsatt god investeringsvilja bland kunderna för att uppgradera sin teknik. Affärsområdet uppvisade en kraftig tillväxt om ca 27 % i orderstocken, vilken uppgick till 95,6 MSEK (75,0), varav ca 40 % utgörs av återkommande intäkter.

Globala Säkerhetssystem redovisade en omsättning om 19,7 MSEK (21,1) under det andra kvartalet, vilket motsvarar en minskning om -6,4 % Y-Y. Orderstocken uppgick till 24,9 MSEK (24,6), vilket är en sekventiell återhämtning jämfört med föregående kvartal, då den uppgick till 15,7 MSEK vid utgången av Q1-24. Som tidigare nämnts har en av kunderna inom Nationella Säkerhetssystem flyttat över till Sectragon International, vilket bidrar positivt till den förbättrade orderstocken inom affärsområdet Globala Säkerhetssystem. Vidare har det tidigare nämnda dotterbolaget, Sectragon International, tecknat en betydande affär med ett globalt logistikbolag om ca 7,6 MSEK, med en option om ytterligare 1,2 MSEK, och AWT har vunnit en affär från en global dryckesproducent till ett värde om 5 MSEK. Som tidigare nämnts brottas dock AWT med återhållsam orderläggning från dotterbolagets största kund, vilket Koncernen bedömer som ett tillfälligt problem.

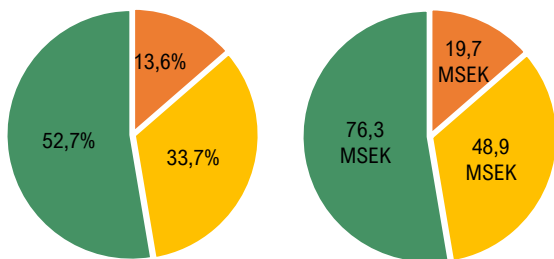
Sett till koncernens tre affärssegment, Nationella Säkerhetssystem, Säker Kommunikation och Globala Säkerhetssystem, var fördelningen avseende försäljning under Q2-24 enligt nedan figur, i vilken det framgår att Nationella Säkerhetssystem fortsatt utgör den största andelen av koncernens totala försäljning.

**10,6 %
TILLVÄXT
INOM SÄKER
KOMMUNIKATION**

Under Q2-24 var omsättningen fördelad enligt följande.

Nettoomsättningsfördelningen mellan segment (%), Q2-24

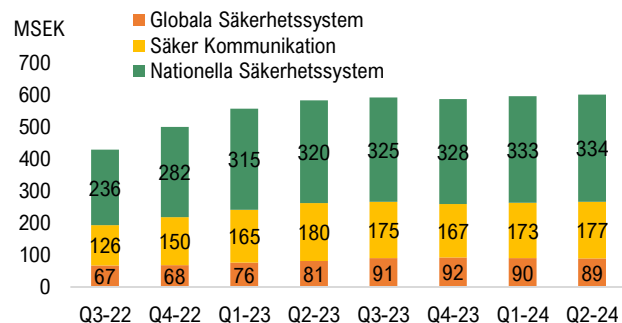
■ Globala Säkerhetssystem ■ Säker Kommunikation ■ Nationella Säkerhetssystem



Källa: TCECUR

Omsättningstrenden i TCECURs underliggande affärssegment.

Nettoomsättningsfördelningen mellan segment (rullande), Kvartalsvis



Källa: TCECUR

Reviderad strategi och finansiella mål

Under kvartalet har Koncernen sett över den långsiktiga strategin samt de finansiella målen, där TCECUR framgent kommer att fokusera på stabil och lönsam organisk tillväxt i kombination med förvärv, framför mer riskfylld underskottsfinansierade tillväxtinitiativ. Med detta i beaktning har styrelsen reviderat de finansiella målen, vilka framgår nedan:

- Årlig omsättningstillväxt om 10 % (tidigare organisk tillväxt om 10 %)
- Rörelsemarginal (EBITA) om 10 % (tidigare EBIT om 10 %)
- Återkommande intäkter skall utgöra 20 % av den totala omsättningen (nytt mål)
- Nettoskuld/EBITDA skall understiga 2,5x (oförändrat)

**NY MÅLSÄTTNING
AVSEENDE
ÅTERKOMMANDE
INTÄKTER**

Finansiell ställning och kassaflöde

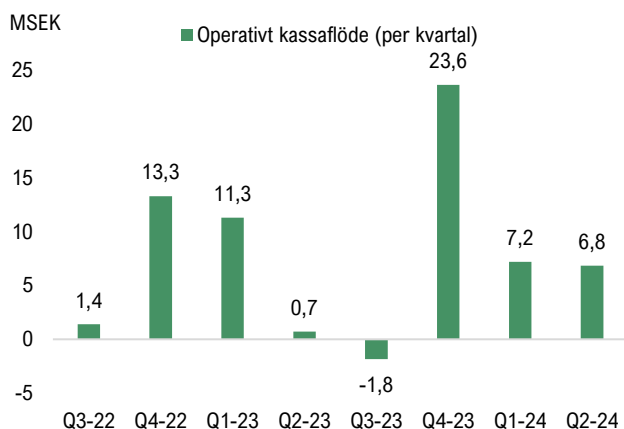
1,0x
Nettoskuld/EBITDA

Sett till nettoskulden per den sista juni (exkl. nyttjanderättstillgångar) uppgick denna till ca 48 MSEK, utifrån en kassa om ca 17,4 MSEK i förhållande till de räntebärande skulderna om ca 65,4 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 ca 6,8 MSEK (0,7) under Q2-24, vilket motsvarar en betydande förbättring Y-Y, primärt hänförligt till en lägre kapitalbindning av rörelsekapital. 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...

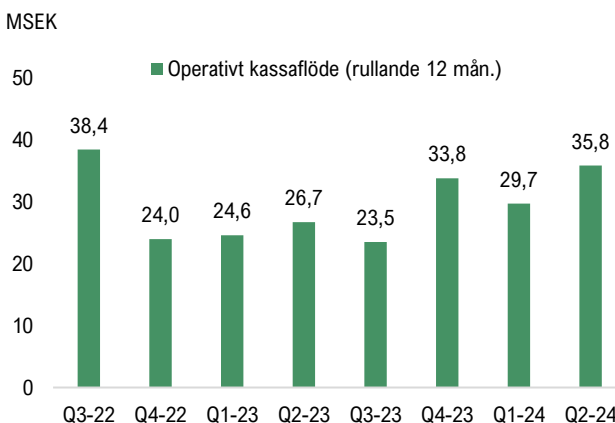
Operativt kassaflöde (kvartal)



Källa: TCECUR

...vilket dock visar en mer stabil trend R12.

Operativt kassaflöde (rullande 12 mån.)



Källa: TCECUR

Sett till det fria kassaflödet (FCFF) uppgick det till ca 1,8 MSEK under kvartalet, en förbättring jämfört med motsvarande kvartal föregående år (-0,5 MSEK), men en sekventiell minskning jämfört med Q1-24 (3,2 MSEK). Under de senaste kvartalen kan en ökning av investeringar skönjas, där dessa uppgick till sammanlagt 5,1 MSEK under Q2-24, vilka kan tillskrivas fortsatt produktutveckling av larmsändaren som ska täcka det behov som uppstår när telekomoperatörerna släcker ner 2G- och 3G-näten under de kommande åren.

Avslutande ord

Sammanfattningsvis levererar TCECUR en Q2-rapport med modest omsättningstillväxt (3% Y-Y) och en rad faktorer som pressar lönsamheten. Trots att H1-24 inte har mött Koncernens interna mål avseende tillväxt och lönsamhet, finns det flera positiva element som Analyst Group bedömer kan underbygga långsiktig lönsam tillväxt. Den starka tillväxten i återkommande intäkter (24 % Y-Y), tillsammans med ambitionen att dessa ska utgöra 20 % av nettoomsättningen på sikt, är särskilt positivt då det bidrar till stabila och förutsägbara intäktsflöden. Med en solid balansräkning, en tydlig strategi för att adressera identifierade förbättringsområden, samt fortsatta investeringar både inom dotterbolagen och i produktutveckling, bedömer Analyst Group att TCECUR lägger en robust grund för framtida tillväxt. Med en välfylld orderstock i ryggen finns gynnsamma förutsättningar för ett starkt H2-24.

**GYNNSAMMA
FÖRUTSÄTTNINGAR
FÖR ETT STARKT
H2-24**

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 entreprenörskrivna 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 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 finansiell position och utrymme för fler förvärv

Vid utgången av Q2-24 uppgick TCECURs kassa till 17,4 MSEK med en soliditet om 50 %, en outnyttjad checkkredit om ca 42 MSEK och en stabil Nettoskuld/EBITDA LTM 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 622 MSEK med en EBITDA-marginal om 7,0 %. Baserat på en applicerad EV/EBITDA multipel om 10,0x 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 38,2 kr (49,8).

10,3 %
ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT

BEPRÖVAD OCH
FRAMGÅNGSRIK
FÖRVÄRVS-
STRATEGI

GOD POTENTIAL I
KOMBINATION MED
DIVERSIFIERAD
RISKSPRIDNING

622 MSEK
ESTIMERAD
OMSÄTTNING
ÅR 2024

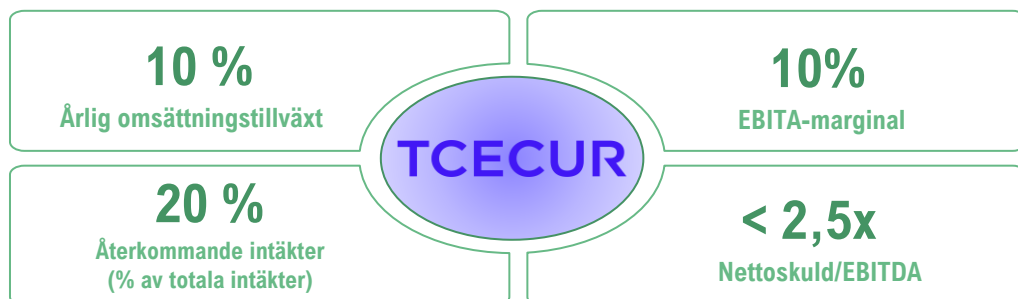


235
MEDARBETARE

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 juni år 2024 uppgick antalet medarbetare till 235 personer.

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

Långsiktiga finansiella mål TCECUR, reviderade under Q2-24



Källa: TCECUR

Tydlig förvärvsstrategi

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

Historiska förvärv	År	Oms. vid förvärv LTM (MSEK)	Köpeskilling (exkl. tillägg)	Köpeskilling Prestationsbaserad	Total köpeskilling	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



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

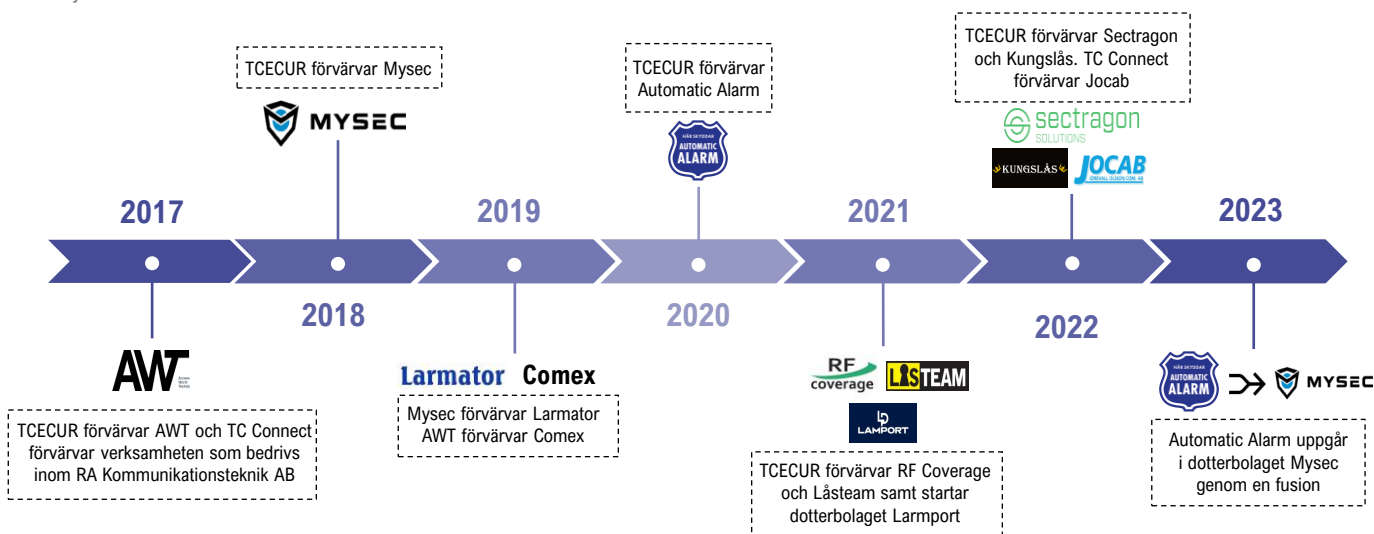


Globala Säkerhetssystem – erbjuder, likt affärsområdet Nationella säkerhetssystem, ett heltäckande tjänsteutbud som innefattar utveckling, design, integration, installation, samt högkvalitativ professionell service och underhåll av säkerhetstekniska lösningar till globala organisationer med höga krav 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, 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. Vid utgången av Q2-24 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



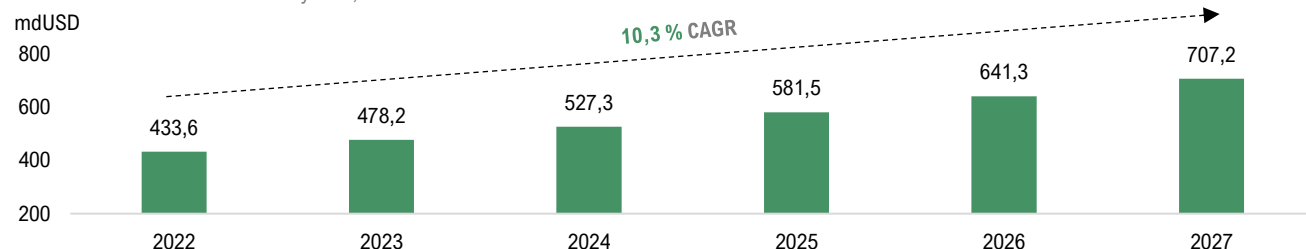
Källa: TCECUR

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



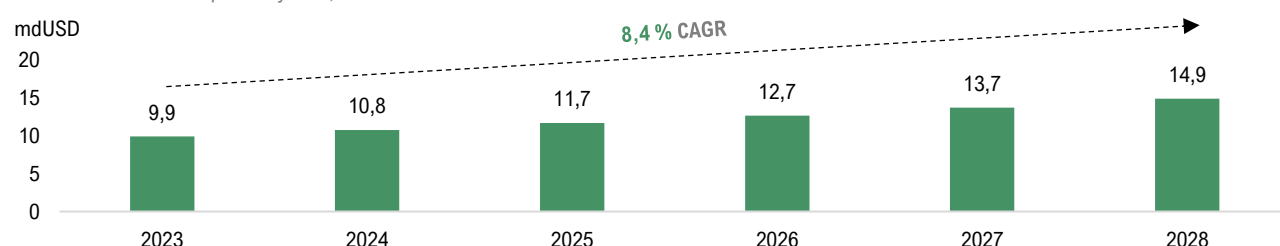
Källa: MarketsandMarkets, 2022

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

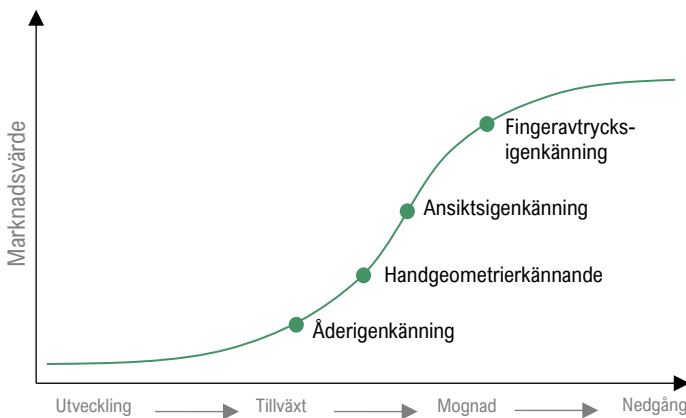
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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 produktlivsnyckeln. 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.

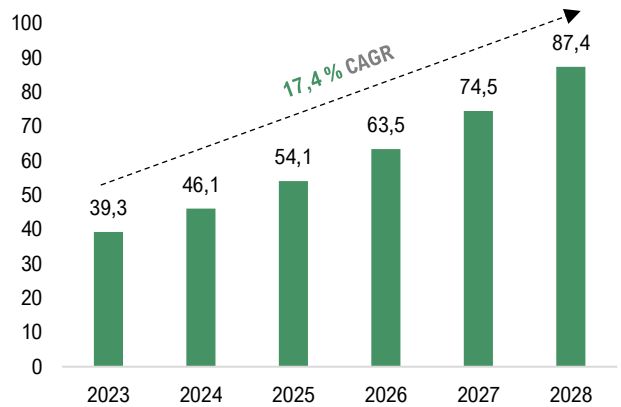
Produktlivsnyckel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: TCECUR och Analyst Groups illustration

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Globala biometrimarknaden, 2023-2028
mdUSD



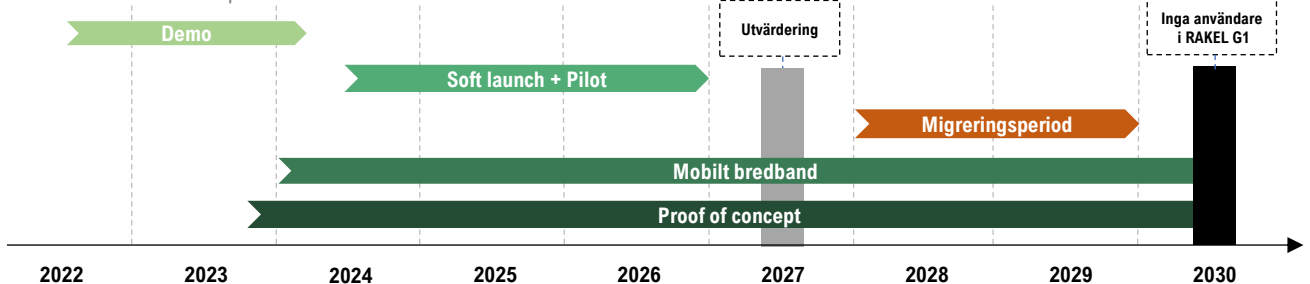
Källa: IMARC Group, 2023

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

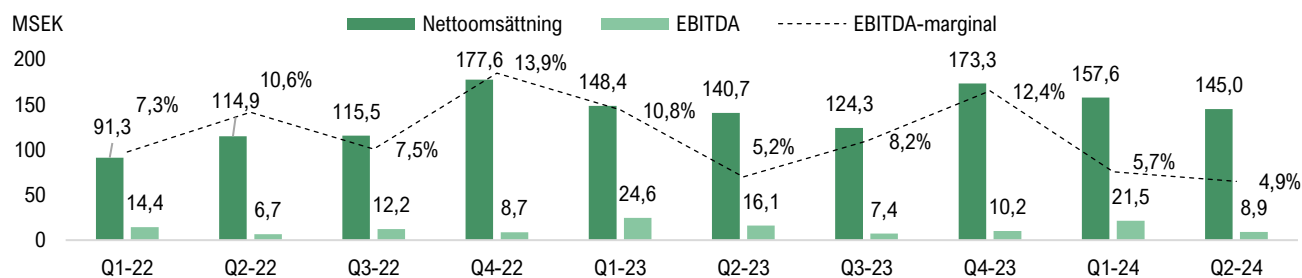


Källa: MSB, 2023, Raket G2 utredningsuppdrag och planering

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 Q2-24 uppgick de årliga återkommande intäkterna till 65,4 MSEK, vilket utgör ca 11 % av Koncernens nettoomsättning LTM och representerar en tillväxt om 24 % 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 omstruktureringskostnader 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 Q2-24 uppgick den samlade orderstocken till 194,4 MSEK, vilket ger en indikation på att efterfrågan fortfarande är stark. Affärsområdet Säker Kommunikation utmärker sig i positiv bemärkelse, med en orderstock om 95,6 MSEK vid utgången av Q2-24, en tillväxt om 27 % Y-Y. Affärsområdet Globala Säkerhetssystem orderstock uppgick till 24,9 MSEK, en marginell ökning jämfört med Q2-23 (24,5 MSEK), och Nationella Säkerhetssystem orderstock minskade kraftigt under kvartalet, primärt till följd av att större projekt med två kunder nyligen avslutats, varav en av dessa kunder har övergått till dotterbolaget Sectragon International.

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

Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal

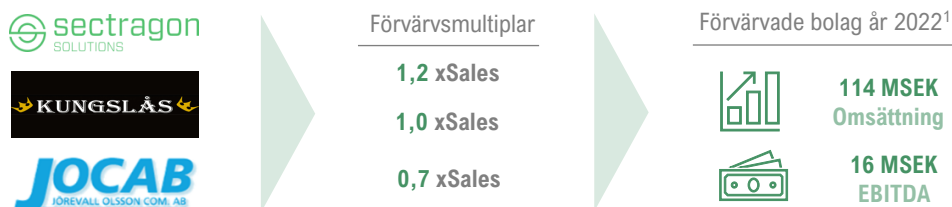


Källa: TCECUR

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 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. Mysec som varit en del av Koncernen sedan 6 år. Mysec har mellan åren 2018 och 2023 ökat nettoomsättningen med en genomsnittlig årlig tillväxttakt om ca 18 %, samtidigt som EBITDA-marginalen ökat från 2,3 % år 2018 till 11,6 % år 2023, motsvarande en imponerande CAGR om ca 62 % i absoluta tal (EBITDA)¹. 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 Koncernens uttalade förvärvsstrategi under år 2022, då tre förvärv genomfördes.

TCECURs tre genomförda förvärv under år 2022



Källa: TCECUR

¹Data hämtat från Alla Bolag

Dotterbolagens finansiella historik

Dotterbolagen inom Koncernen verkar inom olika förgreningar av säkerhetsmarknaden, där det varierade produkt- och tjänstutbudet innebär att lönsamheten skiljer sig mellan företagen. Lönsamheten har även fluktuerat inom de olika dotterbolagen under de senaste åren, bl.a. till följd av att de befinner sig i olika investeringsstadier, pandemin och rådande konjunkturläge.

Affärsområdet **Säker Kommunikation**, bestående av dotterbolagen TC Connect Sverige, TC Connect Norge och RF Coverage, är Koncernens mest lönsamma segment. Inom detta område härrör även merparten av TCECURs återkommande intäkter i form av service- och underhållsavtal (SoU) samt avtalsbundna intäkter genom Koncernens automatiska larmförmedlingstjänst. Vid utgången av Q2-24 uppgick Säker Kommunikations orderstock till 95,6 MSEK (75,0), varav ca 40 % utgjordes av återkommande intäkter, ett steg i rätt riktning för att nå målsättningen om 20 % återkommande intäkter i förhållande till den totala omsättningen. Utöver den starka lönsamheten inom TC Connect Sverige, vilket illustreras i grafen till höger, uppvisar dotterbolaget RF Coverage en stark lönsamhetstrend, där EBITDA-marginalen har stärkts från 9,1 % år 2021 till 18,7 % år 2023.

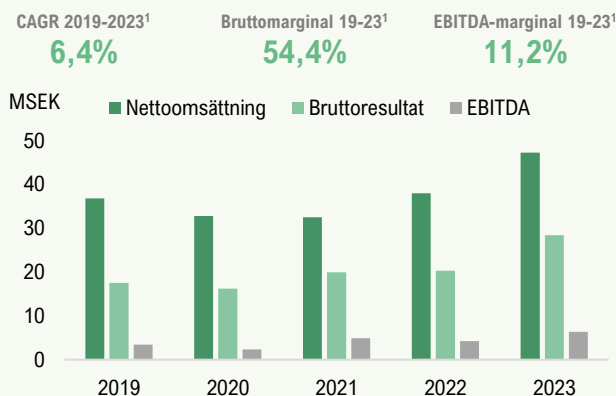
Inom affärsområdet **Nationella Säkerhetssystem** uppvisar dotterbolagen varierande lönsamhetsprofiler, där bl.a. Mysec och Kungslås sticker ut på uppsidan, med genomsnittliga EBITDA-marginaler mellan åren 2019-2023 om 8,4 % och 19 %, respektive. Dotterbolaget Sectragon utmärker sig i termer av omsättningstillväxt, med en CAGR om ca 57 % mellan åren 2019-2023, med en genomsnittlig EBITDA-marginal om 4,4 % under ovan nämnda period, och 10,6 % om år 2019 exkluderas. Låsteam, vilket är det dotterbolag inom Koncernen som omsatte mest under år 2023 (109 MSEK), är även det dotterbolag som kämpat mest med lönsamheten, där en stor kostnadskostym på rörelsenivå föranlett en genomsnittlig EBITDA-marginal mellan åren 2019-2023 om 4,3 %, där de senaste åren legat kring 1-2 % EBITDA-marginal.

Globala Säkerhetssystem, vilket utgörs av AWT och Sectragon International, har uppvisat robust tillväxt under de senaste åren. Sectragon International, som bildades under Q4-23, avser att kapitalisera på den ökade globala efterfrågan av Sectragons lösningar, och givet den starka tillväxt som Sectragon visat upp, bedömer Analyst Group att dess internationella motsvarighet har goda möjligheter att bidra med robust tillväxt för hela Koncernen. Lönsamheten på EBITDA-nivå inom AWT har mellan åren 2019-2022 pendlat kring 0 %, men år 2023 bevitnades en stark återhämtning, då EBITDA-marginalen uppgick till 7 %. Sectragon International befinner sig för närvarande i en uppbyggnadsfas och förväntas således generera rörelseförluster kommande år, men Analyst Group bedömer att de långsiktiga tillväxt- och lönsamhetsutsikterna ser gynnsamma ut.

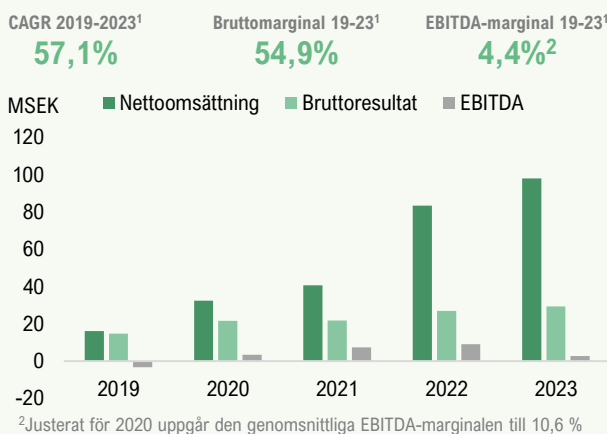
Genom identifierade strategiska förbättringsområden riktade mot de dotterbolag vars rörelsemarginal fluktuerar kring låga ensiffriga tal, bedömer Analyst Group att TCECUR har goda möjligheter att öka lönsamheten inom Koncernen och närma sig målet om 10 % EBITA-marginal. Dessa förbättringsområden avser interna effektiviseringar och utveckling av respektive dotterbolags organisationer, samt ett ökat fokus på att realisera kostnadssynergier mellan dotterbolagen, bl.a. i termer av gemensamma inköp.

Urval av dotterbolag

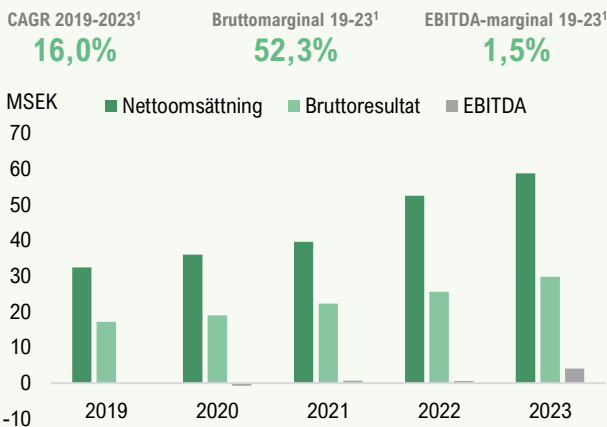
Säker Kommunikation



Nationella Säkerhetssystem



Globala Säkerhetssystem



¹Avser data från senaste tillgängliga årsredovisningar.

Omsättningsprognos

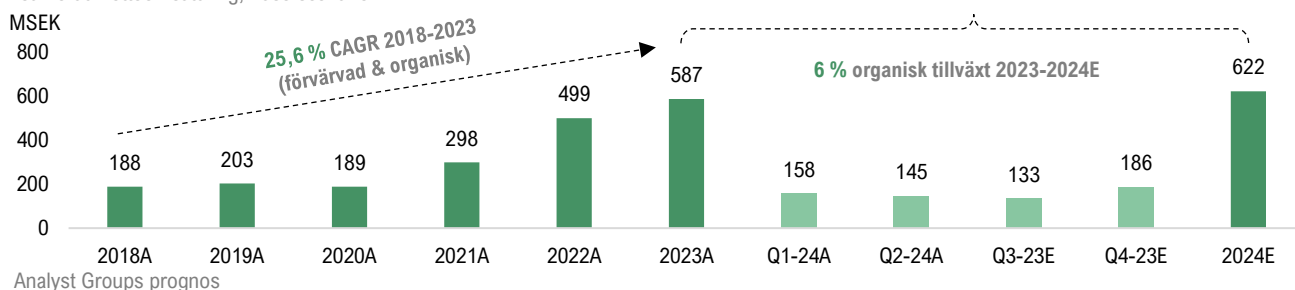
6 %
OMSÄTTNINGSTILLVÄXT 2024E

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 6 % under år 2024 för att då uppgå till 621,8 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 tillväxtvägen, 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, liksom 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 7,2 %.

TCECUR förväntas rida på den strukturella tillväxtvägen inom säkerhetsmarknaden.

Estimerad nettoomsättning, Base scenario



Brutto- och rörelsekostnader

52,4 %
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 52,4 %. 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.

Ytterligare ett fokusområde som förväntas bidra till en ökad lönsamhetsprofil är återkommande intäkter, där Koncernens långsiktiga målsättning är att dessa skall utgöra 20 % av de totala intäkterna. Återkommande intäkter bidrar inte enbart till stabila och förutsägbara intäktsströmmar, tillika kassaflöden, vilket bl.a. förenklar resursallokering, det bidrar även till minskade kundanskaffningskostnader, mindre kostnadsbas och således en högre skalbarhet.

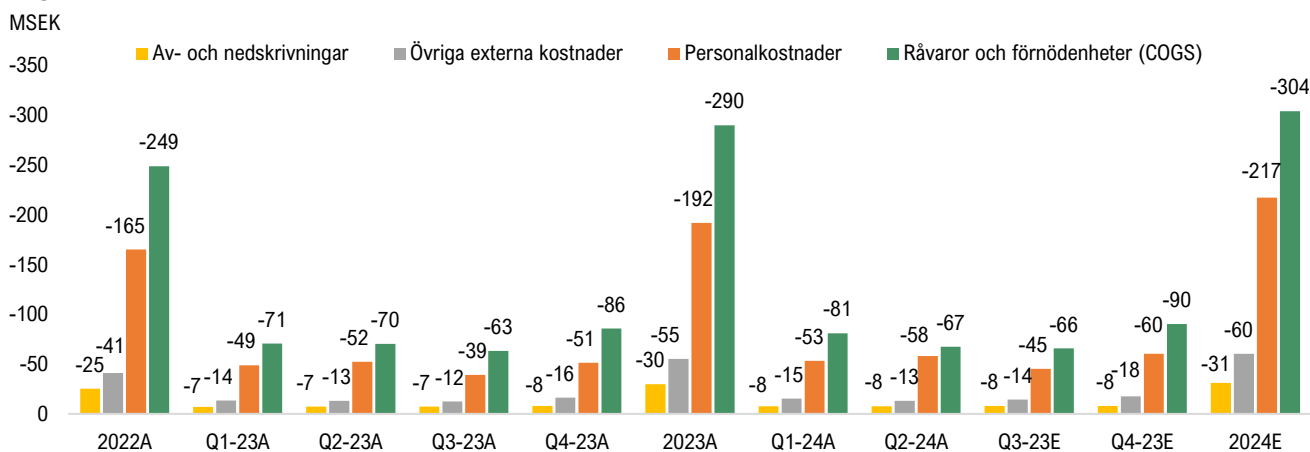
Mellan åren 2020-2021 utgjorde andelen återkommande intäkter ca 20 % av omsättningen, men då omsättningen mer än tredubblats sedan år 2020, främst via förvärv, kan det vid första anblick se ut som att återkommande intäkter minskat. I absoluta tal har den genomsnittliga årliga avkastning (CAGR) uppgått till ca 17 % sedan Q2-20.

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

På rörelsenivå är det personalkostnader som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgår till ca 202 MSEK, motsvarande ca 34 % 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 ca 35 % av omsättningen, vilket således är i nära linje med tidigare rapporterade nivåer. Utöver detta estimeras Koncernens övriga externa kostnader, t.ex. lokalhyra, IT-tjänster, konsultarvoden, legala kostnader etc. utgöra en relativt konstant andel av intäkterna (~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

**10,6 %
EBITDA-
MARGINAL
2026E**

Sammanfattningsvis estimerar Analyst Group att TCECUR omsätter 621,8 MSEK år 2024, motsvarande en organisk tillväxt om 6 % jämfört med omsättningen om 586,6 MSEK under år 2023, med en EBITDA-marginal uppgående till 7,0 % i ett Base scenario. Mellan åren 2024-2026 estimeras en genomsnittlig årlig nettoomsättningstillväxt (CAGR) om 7,2 %. 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 10,6 % år 2026. Under perioden förväntas TCECUR genomföra ytterligare förvärv, vilket i sådant fall skulle innebära att prognoserna kommer justeras.

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	Berner Ind.	Genomsnitt	Median	TCECUR	
Börsvärde	39,312	88,876	115,855	153,343	9,041	12,551	16,936	11,869	8,711	703	45,720	14,743	177	
Enterprise Value	42,172	93,657	125,345	165,258	11,264	16,455	19,454	15,564	9,673	858	49,970	17,954	225	
Omsättningstillväxt Y-Y	8,4%	4,8%	6,0%	7,9%	-5,6%	28,7%	3,1%	4,8%	-0,6%	2,7%	6,0%	4,8%	3,1%	
Bruttomarginal	39,2%	32,1%	35,0%	44,6%	39,4%	61,5%	14,6%	52,6%	49,0%	39,6%	40,8%	39,5%	50,5%	
EBITDA-marginal	20,0%	16,6%	17,6%	25,5%	12,3%	23,6%	7,5%	10,0%	14,2%	10,5%	15,8%	15,4%	7,9%	
ROIC	14,1%	15,3%	12,0%	14,2%	5,3%	5,7%	11,1%	7,7%	4,7%	17,4%	10,7%	11,6%	2,0%	
Omsättningshastighet	0,8	1,2	1,0	0,7	1,0	0,5	1,2	1,3	0,8	1,5	1,0	1,0	1,2	
Soliditet	36%	39%	45%	44%	29%	43%	33%	32%	37%	37%	37%	37%	50%	
Nettoskuld/EBITDA	1,7	1,4	1,7	1,9	2,4	3,1	1,1	2,6	1,4	1,5	1,9	1,7	1,0	
EV/S	5,0	4,6	3,9	6,6	1,5	3,0	0,7	1,1	2,0	0,9	2,9	2,5	0,4	
EV/EBITDA	24,9	27,4	22,3	25,9	11,8	12,7	8,6	11,0	14,0	8,5	16,7	13,4	4,7	
EV/EBIT	32,6	36,4	31,5	34,6	20,1	17,5	12,2	17,7	24,8	13,0	24,0	22,4	13,3	
Marknadsdata				Multiplar						Estimerad tillväxt			Lönsamhet	
Företag ¹	Marknadsvärde (MSEK)	Nettoskuld (MSEK)	EV (MSEK)	EV/Sales 2024E	2025E	EV/EBITDA 2024E	2025E	EV/EBIT 2024E	2025E	Oms. CAGR 2024A-2025E	EBITDA CAGR 2024A-2025E	EBITDA-marginal 2024E	2025E	
Lagercrantz	39,312	2,860	42,172	5,2	4,5	24,7	21,7	33,6	29,2	13,4%	15,7%	21,0%	15,5%	
Addtech	88,876	4,781	93,657	4,7	4,3	28,9	26,4	38,6	33,4	7,5%	11,1%	16,2%	13,0%	
Indutrade	115,855	9,490	125,345	3,8	3,6	21,9	20,4	30,7	27,9	4,2%	3,7%	17,5%	13,0%	
Lifco	153,343	11,915	165,258	6,4	5,8	25,4	22,5	33,4	29,6	7,8%	8,0%	25,0%	19,6%	
Volati	9,041	2,223	11,264	1,4	1,3	12,0	10,4	18,4	15,2	5,3%	4,2%	11,8%	8,6%	
Sdiptech	12,551	3,904	16,455	3,0	2,7	12,9	11,6	17,6	15,7	12,9%	11,1%	23,0%	17,0%	
Bravida	16,936	2,518	19,454	0,6	0,6	8,7	7,6	12,1	10,0	2,9%	4,9%	7,5%	6,2%	
Instalco	11,869	3,695	15,564	1,1	1,1	11,2	10,4	18,0	15,7	1,6%	2,8%	9,9%	6,7%	
Bergman & Beving	8,711	962	9,673	2,0	1,9	14,7	13,2	26,0	22,8	2,3%	13,2%	13,9%	8,5%	
Berner Ind.	703	154	858	0,9	0,9	8,8	7,8	13,6	11,4	2,6%	3,7%	10,2%	7,6%	
75:e percentilen	95,621	5,958	101,579	4,8	4,4	24,9	21,9	33,5	29,3	9,1%	11,6%	21,5%	15,9%	
Genomsnitt, peers	45,720	4,250	49,970	2,9	2,7	16,9	15,2	24,2	21,1	6,0%	7,8%	15,6%	11,6%	
Median, peers	14,743	3,278	17,954	2,5	2,3	13,8	12,4	22,2	19,3	4,7%	6,5%	15,0%	10,8%	
25:e percentilen	8,958	1,908	10,866	1,1	1,0	10,6	9,7	16,6	14,2	2,5%	3,7%	10,1%	7,4%	
TCECUR	177	48	225	0,4	0,3	5,2	3,7	18,1	6,9	7,0%	5,3%	7,0%	9,1%	

Samtliga jämförelsebolag är större än TCECUR i termer av börsvärde, vilket motiverar en värderingsrabatt. TCECUR estimeras uppvisa en starkare nettoomsättningstillväxt men däremot svagare EBITDA-tillväxt, då Koncernen förväntas växa nettoomsättningen med 7,0 % CAGR och EBITDA-resultatet med 5,3 % CAGR mellan år 2024-2025, vilket kan ställas i relation till peer-gruppens median, som väntas uppvisa en årlig omsättningstillväxt om 4,7 % samt 6,5 % CAGR på EBITDA-nivå. Den något svagare EBITDA-tillväxten är ytterligare en faktor som motiverar en värderingsrabatt.

Avseende lönsamhet uppvisar TCECUR en högre bruttomarginal (50,5 %) LTM jämfört med både genomsnitts- (40,8 %) och medianbolaget (39,5 %). Däremot besitter TCECUR en större kostnadsstruktur på rörelsenivå, vilket medför att EBITDA-marginalen om 7,9 % LTM understiger jämförelsebolagen, där genomsnittet (medianen) uppgår till 15,8 % (15,4 %), 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 mellan åren 2024-2026 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 LTM (1,0x) samt soliditet (50 %) vittnar om, vilket kan jämföras med medianen som uppvisar Nettoskuld/EBITDA LTM om 1,7x samt ca 37 % soliditet. Peer-gruppen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA multipel om 16,9x på 2024 års estimat (median 13,8x), samtidigt som TCECUR värderas till 5,2x 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 10,0x på 2024 års prognos, motsvarande en rabatt om ca 28 % i relation till peers (median). Givet den applicerade målmultipeln, estimerat EBITDA-resultat om 43,5 MSEK år 2024, samt en diskonterings-ränta om 12,7 %, härleds ett potentiellt nuvärde om 38,2 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

38,2 KR
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 7,2 % under den explicita prognosperioden, för att sedan avta och uppvisa en CAGR om 3,2 % under normaliseringsperioden. Avslutningsvis har en tillväxttakt om 2 % applicerats under terminalperioden. TCECUR förväntas expandera EBITDA-marginal från 9,4 % år 2023 till 10,6 % år 2026, för att sedan falla tillbaka något och stabiliseras kring 10 % under normaliseringsperioden. Diskonteringsräntan (WACC) väntas uppgå till 12,7 % och utifrån de framtida diskonterade fria kassaflödena härleds ett värde om 44,5 kr per aktie.

DCF Input	
Nettoomsättning, CAGR 2024-2026E	7,2%
Nettoomsättning, CAGR 2027-2033E	3,2%
Skattesats	20,6%
Terminaltillväxt	2,0%
WACC antaganden	
Riskfri ränta	2,0%
Avkastningskrav	6,5%
Levered Beta	0,96
Small-cap riskpremie	4,1%
Cost of Equity	12,9%
Andelen lån	13%
WACC	12,7%
Värdering sammanfattning	
Nuvärde fria kassaflöden	262,4
Terminalvärde	216,7
Enterprise Value	479,1
Nettoskuld	48,0
Börsvärde	431,0
Antal aktier (miljontal)	9,7
Värde per aktie	44,5

Analyst Group har valt att primärt härleda värderingen utifrån relativvärderingen, men samtidigt ger det motiverade nuvärdet från DCF-modellen ytterligare stöd till värderingen, vilket stärker tesen att TCECUR-aktien erbjuder en attraktiv *risk/reward* på dessa nivåer.

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%			8,0%	9,0%	10,0%	11,0%	12,0%
WACC	10,7%	50,1	52,9	56,3	60,5	66,1	WACC	10,7%	44,6	50,4	56,3	62,1	67,9
	11,7%	45,1	47,2	49,8	52,9	56,9		11,7%	39,6	44,7	49,8	54,9	60,0
	12,7%	40,8	42,5	44,5	46,9	49,9		12,7%	35,5	40,0	44,5	49,0	53,6
	13,7%	37,3	38,6	40,2	42,0	44,3		13,7%	32,1	36,1	40,2	44,2	48,3
	14,7%	34,2	35,3	36,5	38,0	39,7		14,7%	29,2	32,9	36,5	40,2	43,8

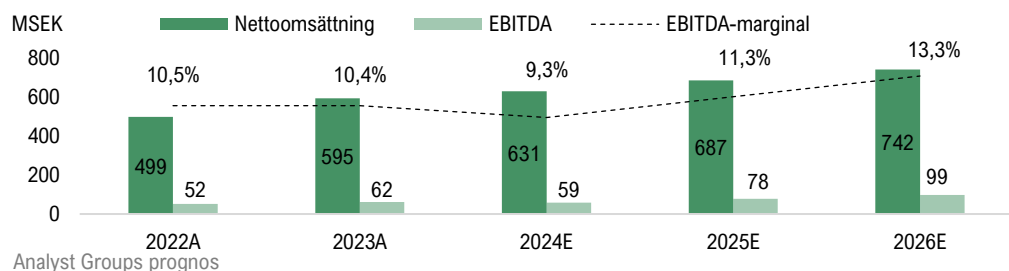
Bull scenario

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 tillämpad målmultipel om EV/EBITDA 11x är motiverad i ett Bull scenario. Givet en målmultipel om EV/EBITDA 11x på 2024 års prognos erhålls ett potentiellt nuvärde om 59 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

59,0 KR
BULL SCENARIO

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

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



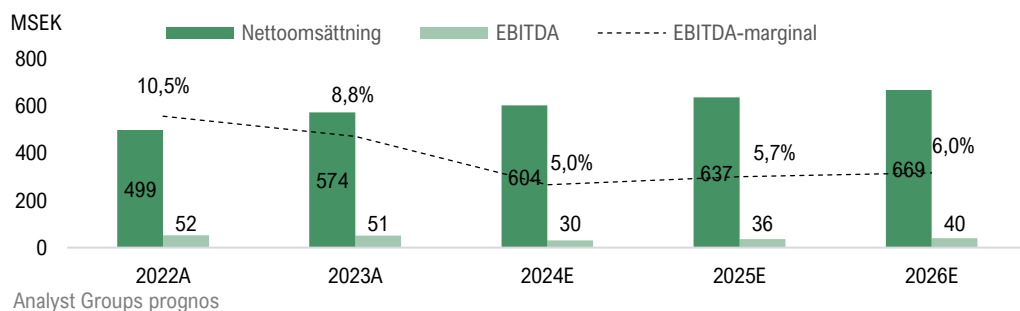
Bear scenario

Färre kundprojekt av bolagsspecifika anledningar, 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 multipel om EV/EBITDA 7,0x på 2024 års estimerade EBITDA-resultat härleds ett potentiellt nuvärde per aktie om 16 kr i ett Bear scenario. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

16,0 KR
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 **40 063** 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 industrikoncern listad på Stockholmsbörsen. Liselott äger **17 589** aktier.

Hannes Thorén Sadek, Head of Corporate Development

Hannes tillträdde sin roll i februari 2024 och arbetar med affärsutveckling och förvärv. Han kommer tidigare från Volati-koncernen, där han primärt arbetade med förvärv och senast som affärsutvecklingschef på Bokusgruppen (särnoterat från Volati) där han satt i ledningsgruppen. Dessförinnan arbetade han som managementkonsult och har en masterexamen i industriell ekonomi från Chalmers samt en kandidatexamen från Handelshögskolan i Göteborg. 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 Lampport. 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 ekonom utbildning 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.

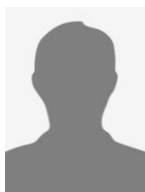
Ole Oftedal, Styrelseordförande TCECUR Sweden AB



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.

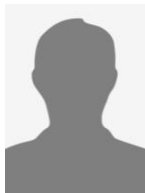
Håkan Blomdahl, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB



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.

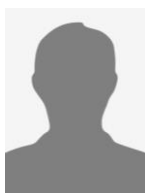
Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB



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.

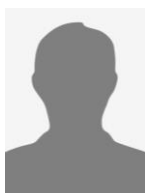
Jonas Arvidsson, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB



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

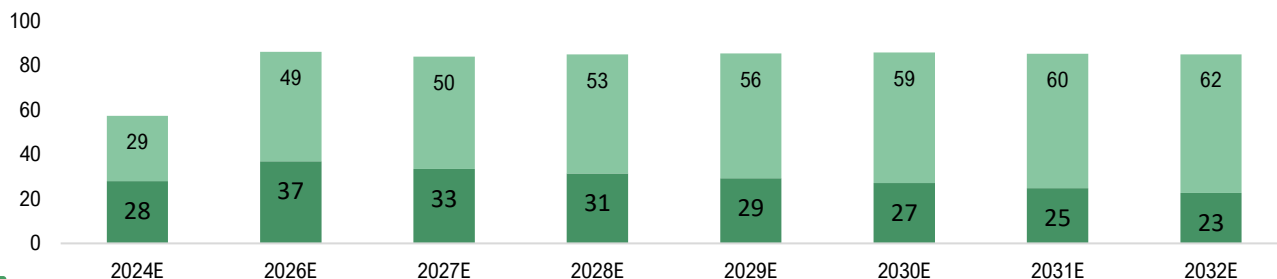


Jan har en kandidatexamen i företagsekonomi från ESSEC Business School i Frankrike. Han besitter gedigen erfarenhet, bland annat från ledande roller inom Ericsson och som VD på DigitalRoute. Andra styrelseuppdrag inkluderar för närvarande rollen som styrelseledamot i Proptivity.

Jan äger **0** aktier.

Resultaträkning, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E				
Nettoomsättning	298,040	499,335	586,589	621,784	671,527	721,892				
Övriga rörelseintäkter	5,698	7,803	5,443	3,109	6,044	6,497				
Totala intäkter	303,738	507,138	592,032	624,893	677,571	728,389				
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135,159	-248,754	-289,828	-304,053	-323,340	-343,981				
Bruttoresultat	168,579	258,384	302,204	320,841	354,231	384,407				
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	50,6%	51,1%	51,9%	52,4%				
Personalkostnader	-110,770	-165,012	-191,798	-217,003	-229,327	-241,112				
Övriga externa kostnader	-28,803	-41,179	-55,285	-60,313	-63,795	-66,775				
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0				
EBITDA	29,006	52,193	55,121	43,525	61,109	76,521				
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,4%	7,0%	9,1%	10,6%				
Av- och nedskrivningar	-16,000	-25,159	-29,818	-31,154	-28,623	-26,935				
EBIT	13,006	27,034	25,303	12,371	32,486	49,585				
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	4,3%	2,0%	4,8%	6,9%				
Ränteintäkter	363	851	2,530	2,487	2,686	2,888				
Räntekostnader	-5,029	-6,479	-10,733	-9,856	-6,611	-5,337				
EBT	8,340	21,406	17,100	5,003	28,561	47,136				
Skatt	-1,497	-3,744	-3,938	-1,031	-5,884	-9,710				
Nettoresultat	6,843	17,662	13,162	3,972	22,677	37,426				
Nettomarginal	2,3%	3,5%	2,2%	0,6%	3,4%	5,2%				
DCF - Base Scenario	Explicit prognosperiod			Normaliserad prognosperiod						Terminal
MSEK	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Value
EBIT	12,371	32,486	49,585	56,849	63,064	68,295	72,331	75,940	79,124	80,899
Skatt	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%	20,6%
EBIT (1-skatt)	9,823	25,794	39,371	45,138	50,073	54,227	57,431	60,297	62,825	64,234
+ Avskrivningar	31,154	28,623	26,935	18,950	15,766	12,900	11,300	10,200	9,600	9,600
- Capex	-19,000	-17,000	-14,500	-12,000	-11,000	-10,000	-9,000	-9,000	-9,000	-9,000
Förändringar i rörelsekapital	7,349	-2,679	-2,651	-1,768	-1,485	-1,159	-1,193	-1,229	-1,266	-869
Fritt kassaflöde	29,326	34,738	49,155	50,320	53,354	55,968	58,538	60,267	62,159	63,964
WACC	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%	12,7%
Diskonteringsperiod	0,42	1,42	2,42	3,42	4,42	5,42	6,42	7,42	8,42	8,42
Diskonteringsfaktor	0,95	0,84	0,75	0,66	0,59	0,52	0,46	0,41	0,36	0,36
Diskonterade kassaflöden	27,877	29,289	36,759	33,376	31,388	29,203	27,091	24,738	22,630	216,707

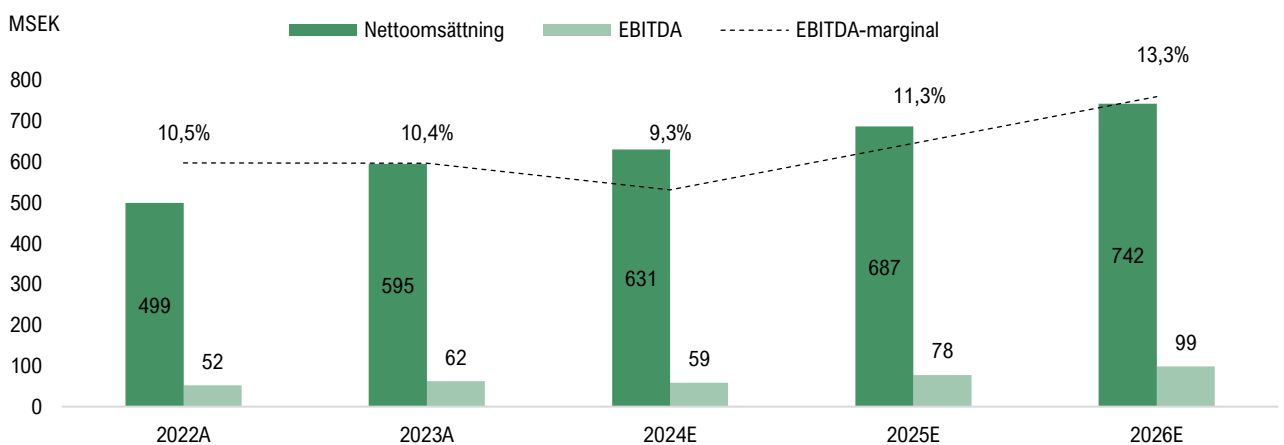
MSEK

■ Diskonterade kassaflöden
■ Fritt kassaflöde


Balansräkning, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Tillgångar						
Anläggningstillgångar						
Immateriella anläggningstillgångar	189,512	264,966	260,478	265,810	264,371	259,386
Materiella anläggningstillgångar	15,982	15,834	15,377	15,433	17,089	19,112
Nyttjanderättstillgångar	33,855	39,254	47,363	29,821	17,980	8,508
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	324,321	312,698	300,263
Omsättningstillgångar						
Varulager	23,632	33,233	35,993	45,816	48,723	51,833
Kundfordringar	81,255	109,126	113,604	136,281	147,184	158,223
Aktuella skattefordringar	1,677	1,895	961	2,360	2,548	2,740
Övriga fordringar	7,396	15,533	5,140	19,342	20,889	22,456
Upparbetad ej fakturerad intäkt	7,618	8,961	17,973	11,158	12,051	12,955
Förutbetalda kostnader och upplupna intäkter	3,673	7,077	8,486	8,812	9,517	10,231
Kassa och bank	57,216	31,538	23,448	32,773	53,780	90,374
Summa omsättningstillgångar	182,467	207,363	205,605	256,543	294,693	348,812
Summa tillgångar	441,488	544,302	542,079	580,865	607,390	649,074
Eget kapital	200,977	243,783	261,542	265,514	288,191	325,617
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	62,477	66,440	70,681
Skatteskulder	2,367	3,039	2,694	3,784	4,087	4,394
Övriga kortfristiga skulder	44,479	45,771	28,913	56,995	61,555	66,171
Fakturerad ej upparbetad intäkt	30,248	18,661	29,544	23,237	25,096	26,978
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	31,397	37,939	28,496	47,243	51,022	54,849
Förskott från kund	0	0	2,180	0	0	0
Summa kortfristiga skulder	158,755	184,341	182,426	222,076	230,762	239,857
Summa eget kapital och skulder	441,488	544,302	542,079	580,865	607,390	649,074

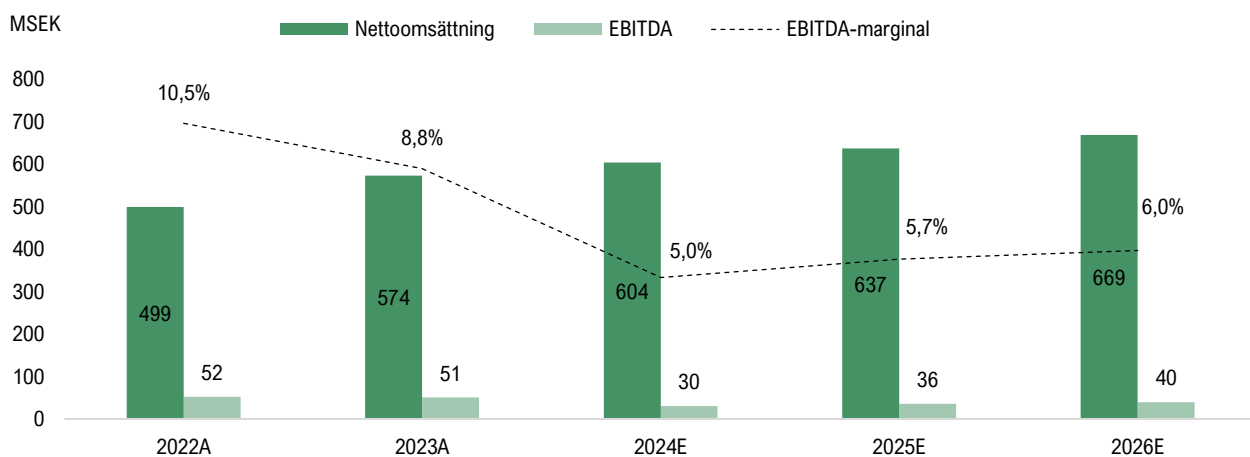
Kassaflödesanalys, Base scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Den löpande verksamheten						
Rörelseresultat	13,006	27,034	25,303	12,371	32,486	49,585
Jus. För poster som inte ingår i kassaflödet						
Återläggning av avskrivningar	16,000	25,159	29,818	31,154	28,623	26,935
Övriga poster ej kassapåverkande	-2,491	-5,417	-1,353	0	0	0
Erhållen ränta	36	107	309	2,487	2,686	2,888
Erlagd ränta	-3,733	-4,570	-7,506	-9,856	-6,611	-5,337
Betald skatt	-2,067	-1,801	-4,370	-1,031	-5,884	-9,710
Kassaflöde från den löpande verksamheten före för. av RK	20,751	40,512	42,201	35,126	51,301	64,361
Förändringar i rörelsekapital						
Ökning/minskning varulager och pågående arbete	-2,943	-7,659	-3,135	-9,823	-2,906	-3,110
Ökning/minskning kundfordringar	-30,198	-14,206	-5,167	-22,677	-10,903	-11,039
Ökning/minskning kortfristiga fordringar	-9,116	-7,670	1,285	-9,113	-3,334	-3,375
Ökning/minskning leverantörsskulder och övriga skulder	45,870	12,988	-1,393	48,963	14,464	14,873
Kassaflöde från förändringar i rörelsekapital	3,613	-16,547	-8,410	7,349	-2,679	-2,651
Kassaflöde från den löpande verksamheten	24,364	23,965	33,791	42,475	48,622	61,710
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	-15,000	-10,000	-7,500
Investeringar i materiella anläggningstillgångar	-998	-2,158	-4,812	-4,000	-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	247	0	0	0
Kassaflöde från den investeringsverksamheten	-50,094	-55,616	-9,699	-19,000	-17,000	-14,500
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	32,773	53,780
Kassaflöde för perioden	4,123	4,123	4,123	9,325	21,006	36,594
Kursdifferens i likvida medel	387	602	-1,046	0	0	0
Likvida medel vid periodens slut	57,216	31,538	23,448	32,773	53,780	90,374

Resultaträkning, Bull scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	298,040	499,335	586,589	630,583	687,336	742,323
Övriga rörelseintäkter	5,698	7,803	5,443	4,414	4,811	5,196
Totala intäkter	303,738	507,138	592,032	634,997	692,147	747,519
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135,159	-248,754	-289,828	-303,941	-324,422	-342,953
Bruttoresultat	168,579	258,384	302,204	331,056	367,725	404,566
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	50,6%	51,8%	52,8%	53,8%
Personalkostnader	-110,770	-165,012	-191,798	-214,398	-230,257	-244,966
Övriga externa kostnader	-28,803	-41,179	-55,285	-58,014	-59,798	-60,870
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
EBITDA	29,006	52,193	55,121	58,644	77,669	98,729
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,4%	9,3%	11,3%	13,3%
Av- och nedskrivningar	-16,000	-25,159	-29,818	-31,154	-28,623	-26,935
EBIT	13,006	27,034	25,303	27,491	49,046	71,794
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	4,3%	4,4%	7,1%	9,7%
Ränteintäkter	363	851	2,530	2,522	2,749	2,969
Räntekostnader	-5,029	-6,479	-10,733	-9,199	-6,611	-5,337
EBT	8,340	21,406	17,100	20,814	45,184	69,426
Skatt	-1,497	-3,744	-3,938	-4,288	-9,308	-14,302
Nettoresultat	6,843	17,662	13,162	16,526	35,876	55,124
Nettomarginal	2,3%	3,5%	2,2%	2,6%	5,2%	7,4%



Nyckeltal	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
P/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
EV/S	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3
EV/EBITDA	4,3	3,6	3,8	2,9	2,3
EV/EBIT	8,3	7,0	8,2	4,6	3,1

Resultaträkning, Bear scenario, TSEK	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	298,040	499,335	586,589	604,187	637,417	669,288
Övriga rörelseintäkter	5,698	7,803	5,443	3,021	4,781	5,020
Totala intäkter	303,738	507,138	592,032	607,208	642,198	674,307
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-135,159	-248,754	-289,828	-299,072	-313,290	-327,282
Bruttoresultat	168,579	258,384	302,204	308,135	328,907	347,026
Bruttomarginal	54,7%	50,2%	50,6%	50,5%	50,9%	51,1%
Personalkostnader	-110,770	-165,012	-191,798	-217,507	-227,877	-237,597
Övriga externa kostnader	-28,803	-41,179	-55,285	-60,419	-65,017	-69,606
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0	0
EBITDA	29,006	52,193	55,121	30,209	36,014	39,823
EBITDA-marginal	9,7%	10,5%	9,4%	5,0%	5,7%	6,0%
Av- och nedskrivningar	-16,000	-25,159	-29,818	-31,154	-28,623	-26,935
EBIT	13,006	27,034	25,303	-944	7,391	12,887
EBIT-marginal	4,4%	5,4%	4,3%	-0,2%	1,2%	1,9%
Ränteintäkter	363	851	2,530	2,417	2,550	2,677
Räntekostnader	-5,029	-6,479	-10,733	-9,856	-6,611	-5,337
EBT	8,340	21,406	17,100	-8,383	3,330	10,227
Skatt	-1,497	-3,744	-3,938	1,727	-686	-2,107
Nettoresultat	6,843	17,662	13,162	-6,656	2,644	8,121
Nettomarginal	2,3%	3,5%	2,2%	-1,1%	0,4%	1,2%



Nyckeltal	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E
P/S	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
EV/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	4,3	4,4	7,4	6,2	5,6
EV/EBIT	8,3	10,7	-238,0	30,4	17,4

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.