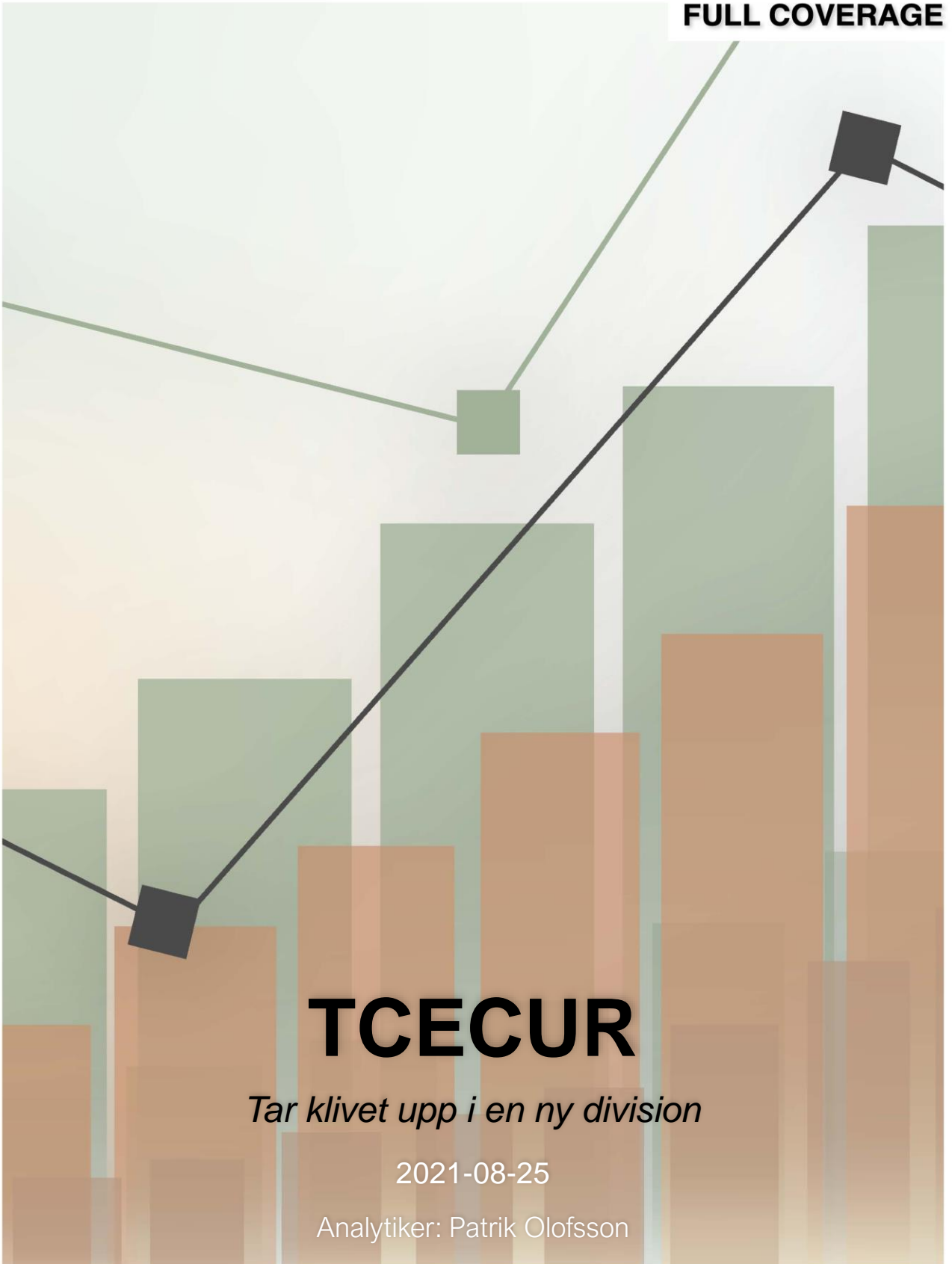


# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## TCECUR

*Tar klivet upp i en ny division*

2021-08-25

Analytiker: Patrik Olofsson

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

# INNEHÅLL

TCECUR Sweden AB ("TCECUR" eller "Koncernen") är en teknikorierad säkerhetskoncern med lång historik och erfarenheter från leveranser till stora koncerner och den offentliga sektorn. TCECUR består idag av fem dotterbolag, alla specialiserade inom olika områden av säkerhet som levererar avancerade säkerhetssystem och säker kommunikation till samhällets mest krävande kunder. Erbjudanden består av en kombination av egna produkter och lösningar, samt genom agenturer från världsledande producenter. Koncernen består av dotterbolagen TC Connect Norge, TC Connect Sverige, AWT, Mysec, Automatic Alarm, RF Coverage och LåsTeam.

## INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q2-21	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-12
Värdering	13
Bull & Bear	14
Ledning & styrelse	15-16
Appendix	17
Disclaimer	18

## VÄRDEDREVARE

7 av 10

Tillväxt, kostnadssynergier, ökad lönsamhet och förvärv är värdedrivarna för TCECUR under 2021. TCECUR är en teknikkoncern och givet fortsatt ökad rörelsemarginal i linje med senaste kvartal, och fortsatt tillväxt, finns utrymme för uppvärdering. Med de senaste förvärven av RFC och LåsTeam har TCECUR växlat upp ytterligare i termer av storlek, varpå Koncernens position på marknaden blir allt starkare. Detta, i kombination med den presenterade Q2-rapporten för 2021 står det klart att TCECUR har fortsatt bra vind i seglen.

## HISTORISK LÖNSAMHET

7 av 10

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

## LEDNING & STYRELSE

7 av 10

Nuvarande ledningsgrupp har lång erfarenhet från sina branscher. Styrelsen har olika kompetensområden som kan komplettera varandra väl nu när Koncernen ska växa både organiskt och genom nya förvärv. Tillsammans äger koncernledningen, styrelsen och ledningspersonal i dotterbolagen större delen av aktierna i TCECUR. Klas Zetterman, VD sedan våren 2020, klev in i sin roll med imponerande erfarenheter och har enligt vår bedömning gjort ett bra arbete under de senaste kvartalen med att vidareutveckla TCECUR och lyfta Koncernen till nya nivåer.

## RISKPROFIL

3 av 10

TCECUR:s dotterbolag har existerat under en längre tid som separata företag och har etablerade leverantörer och kunder. Framöver ska TCECUR fortsätta förvärva, vilket i sig resulterar i utmaningar. Vidare är det av stor vikt att samtliga dotterbolag fortsatt kan bidra till en ökad marginal. TCECUR:s finansiella position är god med en soliditet på 49 % och kassa om ca 7 MSEK vid utgången av juni 2021. Under mars – juni 2021 var det operativa kassaflödet positivt och LTM understiger dessutom Net Debt/EBITDA 2,5x och uppgår till 2,2x, vilket bidrar till en sänkt riskprofil.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

**Värdedrivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

**Riskprofil** sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

# TCECUR SWEDEN AB (TCC)

## TAR KLIVET UPP I EN NY DIVISION



Med senaste förvärven av RF Coverage och LåsTeam tar TCECUR ett kliv uppåt och förstärker sin position på marknaden som en ledande säkerhetskoncern. Aktien befinner sig i en positiv trend, samtidigt, med tanke på nuvarande värdering LTM, anser vi i vårt Base scenario att det finns en fortsatt god uppsida från nuvarande nivåer. För 2021 estimerar vi en nettoomsättning om 302 MSEK (ej pro forma), med ett EBITDA-resultat om ca 26 MSEK. Utifrån en målmultipel om EV/EBITDA 17,5x, ser vi nu ett motiverat värde per aktie om 60 kr (46) på 2021 års prognos i ett Base scenario.

### Förtjänar en värderingspremie

Under Q2-21 uppgick omsättningen till ca 66 MSEK (43), motsvarande en total ökning om 55 % Y-Y och organiskt 21 %, med ett EBITDA-resultat om 5,8 MSEK (3,4) motsvarande en marginal om 9 % (8). För att ställa detta i relation till marknaden i övrigt kan en illustrativ jämförelse göras med t.ex. Securitas som under Q2-21 växte organiskt med 8 %, levererade en rörelsemarginal om 6 % och nu värderas till 13x EBITDA (LTM). I jämförelse anser vi att TCECURs prestation under Q2 är minst sagt stark, och att Koncernens nuvarande värdering LTM (pro forma) om EV/EBITDA 17,5x är motiverad då TCECUR har gjort sig förtjänt av en värderingspremie.

### Förvärv i rekordstorlek

Med förvärvet av LåsTeam växer TCECUR sin affär betydligt, där det nytilkomna dotterbolaget levererade en helårsomsättning om 90 MSEK år 2020, motsvarande en tillväxt om -3 %, med en EBIT-marginal om 5,9 %. Utifrån den omsättning och det EBIT-resultat som TCECUR meddelade att Koncernen uppvisar pro-forma per den 30 juni 2021 (LTM), estimerar vi att LåsTeam kan nå närmare 100 MSEK i omsättning för helåret 2021. Lönsamhetsmässigt visar bolaget en stigande trend, där vi i ett Base scenario utgår från en EBIT-marginal om 7,5 % för år 2021.<sup>1</sup> Utifrån den totala köpeskillingen om 65 MSEK motsvarar det förvärvsmultiplar om P/S 0.7x och P/EBIT 8.7x.

### Affären inom säker kommunikation har stärkts

I termer av försäljning är RF Coverage, relativt LåsTeam, en mindre aktör, men har samtidigt historiskt uppvisat en tvåsiffrig rörelsemarginal. Vi anser att förvärvet passar bra in i Koncernen och stärker TCECURs erbjudande inom säker kommunikation. För 2021 estimerar vi att bolaget kan växa med 13 % för att nå en försäljning om ca 20 MSEK, med en EBIT-marginal om 11 %.<sup>1</sup>

### Höjer värderingsintervallet

TCECUR utvecklas över våra förväntningar och i samband med Q2-rapporten, och de senaste två förvärven, har vi justerat våra prognoser. Vi väljer därmed att samtidigt höja vårt tidigare värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base-, Bull- och Bear.

**AKTIEKURS** | 48,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2021 ÅRS PROGNOS

**BEAR**  
43 kr

**BASE**  
60 kr

**BULL**  
67 kr

TCECUR SWEDEN AB				
Stängningskurs (2021-08-24)	48,5			
Antal Aktier (st.)	6 934 663			
Market Cap (MSEK)	336,3			
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	42,8			
Enterprise Value (MSEK)	379,2			
V.52 prisintervall (SEK)	19,7 – 54,0			
UTVECKLING				
1 månad	+11,5 %			
3 månader	+38,7 %			
1 år	+130,2 %			
YTD	47,3 %			
HUVUDÄGARE (KÄLLA: EUROCLEAR, PER 2020-12-31)				
Arbona AB (publ)	29,5 %			
SEC Management AB	11,7 %			
Avanza Pension)	9,7 %			
Nordnet Pension	9,0 %			
Klas Zetterman	5,1 %			
VD OCH ORDFÖRANDE				
Verkställande Direktör	Klas Zetterman			
Styrelseordförande	Ole Oftedal			
FINANSIELL KALENDER				
Kvartalsrapport #3 2021	2021-11-01			
PROGNOS (BASE), MSEK				
	2019	2020	2021E <sup>2</sup>	2022E
Totala intäkter	204,6	191,8	303,4	400,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>106,5</b>	<b>106,1</b>	<b>164,5</b>	<b>221,9</b>
Bruttomarginal	51,6%	54,6%	54,0%	55,2%
<b>EBITDA</b>	<b>7,9</b>	<b>14,9</b>	<b>26,2</b>	<b>38,6</b>
EBITDA-marginal	3,9%	7,9%	8,7%	9,7%
<b>Nettoresultat</b>	<b>-4,7</b>	<b>1,1</b>	<b>10,0</b>	<b>20,6</b>
Nettomarginal	-2,3%	0,6%	3,3%	5,2%
P/S	1,6	1,8	1,1	0,8
EV/S	1,9	2,0	1,2	0,9
EV/EBITDA	47,9	25,5	14,5	9,8
EV/EBIT	-71,9	310,0	33,6	16,4

<sup>1</sup>Då TCECUR tillträdde RF Coverage och LåsTeam under juni respektive augusti konsoliderar vi endast ca 6 respektive 5 månader av bolagens helårsförsäljning och resultat med TCECURs räkenskaper för år 2021.

<sup>2</sup>Ej pro forma för 2021E.

# KOMMENTAR Q2-21

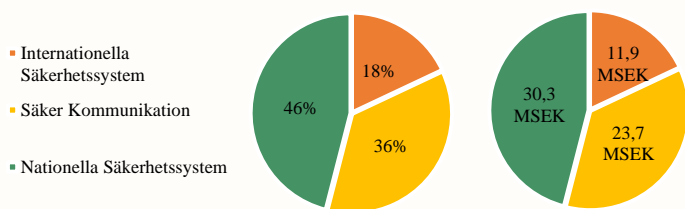
**55 %**  
FÖRSÄLJNINGSS-  
TILLVÄXT..

... VARAV 21 %  
ORGANISK

Under andra kvartalet 2021 uppgick nettoomsättningen till 65,9 MSEK (42,6), motsvarande en ökning om cirka 55 % Q-Q, med ett EBITDA-resultat om 5,8 MSEK (3,4). Den ökade omsättningen förklaras bl.a. av att TCECUR successivt har kunnat ökat koncernens andel återkommande intäkter, bra utveckling i dotterbolagen samt att förvärvet av Automatic Alarm [primärt], vilket genomfördes under hösten 2020, har bidragit positivt. Justerat för gjorda förvärv uppgick den organiska tillväxten under Q2-21 till 21,3 %. I enlighet med vad som kommunicerades i den föregående Q1-rapporten särredovisar TCECUR numera sin verksamhet i olika affärssegment, vilka fördelas in i tre områden; *Säker Kommunikation*, *Nationella Säkerhetssystem* och *Internationella Säkerhetssystem*. Under Q2-21 var omsättningen fördelad enligt följande:

Under Q2-21 var omsättningen fördelad enligt följande mellan TCECURs affärssegment.

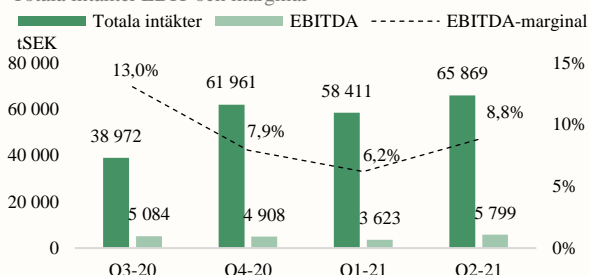
Intäktsfördelningen mellan segment, Q2-21



Källa: TCECUR

Under andra kvartalet uppgick den totala tillväxten till 55 %, varav den organiska tillväxten uppgick till 21 %.

Totala intäkter EBIT och marginal



Källa: TCECUR

Utfall vs Estimat	Q2-21A	Q2-21E	Diff.
Nettoomsättning	65,9	61,3	4,6
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,5	-0,1
<b>Totala intäkter</b>	<b>66,3</b>	<b>61,8</b>	<b>4,5</b>
COGS	-30,8	-27,0	-3,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>35,5</b>	<b>34,7</b>	<b>0,8</b>
Bruttomarginal	53,3%	55,9%	-2,6%
Personalkostnader	-24,2	-23,3	-0,9
Övriga externa kostnader	-5,5	-4,9	-0,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>5,8</b>	<b>6,5</b>	<b>-0,7</b>
EBITDA-marginal	8,8%	10,6%	-1,8%

Omsättningen om ca 66 MSEK kan jämföras med vårt tidigare estimat om 61 MSEK, vilket TCECUR således överträffade med ca 8 %. Samtidigt var Koncernens lönsamhet något lägre, där vi i vårt Base scenario hade prognostiserat en EBITDA-marginal om ca 11 %, att jämföra med det faktiska utfallet om 9 %. Under juni, således under slutet av Q2-21, förvärvade TCECUR som känt RF Coverage, vilket vi antar resulterade i vissa engångskostnader som belastat kvartalet, t.ex. av legal karaktär. Justerat för dessa uppskattar vi att TCECURs operativa rörelsemarginal troligen var i nära linje med våra egna estimat för Q2-21.

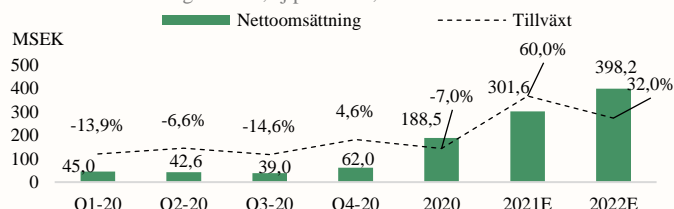
Utöver en god tillväxt under Q2-21 var orderingången fortsatt stark och uppgick till ca 74 MSEK (56), en ökning med cirka 33 % jämfört med samma period 2020. Detta, tillsammans med en stark finansiell position och de två senaste förvärven av RF Coverage och LåsTeam, ger bra förutsättningar för fortsatt positiv utveckling under kommande kvartal.

## Höjt värderingsintervall

Med hänsyn till senaste tidens förvärv utvecklas TCECUR över våra förväntningar och under kommande kvartal bedömer vi att utrymme finns för fortsatt försäljningstillväxt och ökad lönsamhet i verksamheten. I samband med Q2-rapporten och förvärven av RF Coverage och LåsTeam har vi uppdaterat våra prognoser, och höjt vårt värderingsintervall i samtliga tre scenarion.

I samband med senaste kvartalsrapporten och förvärven har vi uppdaterat våra prognoser och vårt värderingsintervall.

Estimerat omsättningstillväxt, ej proforma, 2021-2022



Källa: Analyst Group

Värderingsintervall före vs. efter Q2-rapporten 2021

Värderingsintervall	Före Q2-21	Efter Q2-21	Förändring
Base scenario (per aktie)	46 kr	<b>60 kr</b>	+14 kr
Bull scenario (per aktie)	54 kr	<b>67 kr</b>	+13 kr
Bear scenario (per aktie)	25 kr	<b>43 kr</b>	+18 kr

Källa: Analyst Group

# INVESTERINGSIDÉ

## Säkerhetsmarknaden växer

Den teknologiska och digitala utvecklingen resulterar i ökade krav på säkerhet och tillförlitlighet, där aktörer globalt investerar i identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, övervakning och styrning av säkra kommunikationslösningar. Marknadstillväxten för säkerhetslösningar förväntas drivas av flera faktorer, bl.a. ett ökat behov av att skydda individer såväl som egendom och data, högre betalningsvilja, ökad efterfrågan på användning av trådlös teknik och en större användning av IoT-baserade lösningar. Enligt MarketsandMarkets (2019) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 258 mdUSD år 2019 till ca 398 mdUSD år 2024, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 9%. TCECUR adresserar flera branscher och aktörer där kraven på säkerhet är hög, bl.a. inom globala finansinstitut, stora produkt- och tjänsteföretag, samhällskritiska organisationer m.fl. TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. TCECUR har under de senaste åren byggt en allt större koncern som består av dotterbolag som fokuserar på kundlösningar för att tillgodose det ökade säkerhetsbehovet i marknaden, där kunderna är bolag med höga krav på säkerhet och övervakning. Med den nuvarande koncernen kan TCECUR utveckla, leverera, serva och underhålla avancerade säkerhetssystem och säker kommunikation, där senaste tidens förvärv har bidragit till att TCECUR får en allt större marknadsposition. Med en nyligen presenterad Q2-rapport för 2021, där försäljningen steg med 55 % och EBITDA-marginalen uppgick till ca 9 %, är det tydligt att Koncernen har fortsatt bra momentum.

## TCECUR ska växa både organiskt och genom förvärv

TCECUR är en koncern som består av säkerhetsorienterade dotterbolag, verksamma inom marknader som radiokommunikation i säkra miljöer, högteknologiska och biometriska säkerhetssystem inom övervakning, passersystem, larm, låssystem, kontrollrum m.m.. TCECURs affärsmodell har likheter med aktörer som Lagercrantz, Indutrade och Addtech, där lönsamma företag med god tillväxt identifieras, förvärvas och integreras som ett fristående dotterbolag inom koncernen. Genom att ingå i koncernen kan synergier uppstå, samtidigt som den decentraliserade organisationsstrukturen skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt där dotterbolagen styrs under egen ledningsgrupp. Likt Lagercrantz, Indutrade och Addtech har TCECUR möjligheten att identifiera förvävsobjekt till låga värderingsmultiplar (t.ex. 5-7 gånger rörelsevinsten), varefter de förvärvade bolagen får samma värdering som det förvärvande bolaget efter att de konsoliderats med koncernen (multipelarbiterage).

## LåsTeam – senaste förvärvstillskottet

Den 16 augusti 2021 förvärvade TCECUR 100 % av aktierna i LåsTeam Sverige AB där förvärvet är ett led i TCECURs tillväxtstrategi. LåsTeam omsättning uppgick under år 2020 till ca 90 MSEK med ett EBIT-resultat om ca 5 MSEK. Bolaget grundades år 2000 och har sedan dess växt till ett fullskaligt säkerhetsföretag som idag finns på flera orter i Sverige; Borås – där huvudkontoret ligger, Stockholm och Skaraborg. Säkerhetslösningarna som erbjuds omfattar bl.a. lås, larm, passersystem, brand och kameraövervakning. Med LåsTeam, samt det tidigare förvärvet av RF Coverage från juni 2021, bedöms TCECUR-koncernens EBIT-resultat proforma uppgått till ca 22 MSEK och omsättningen till 337 MSEK räknat rullande tolv månader mellan den 1 juli 2020 och den 30 juni 2021, tillsammans med de övriga rörelsedrivande dotterbolagen Mysec, AWT, TC Connect-bolagen och Automatic Alarm.

## Nytt dotterbolag på gång under Q3-21

I samband med Q1-rapporten 2021 meddelade TCECUR att de fattat beslut om att starta ett nytt dotterbolag: *Lampport AB*, som kommer att erbjuda marknaden en helautomatisk larmförmedlingstjänst till företag, kommuner och organisationer. Planen är att lansera bolaget under Q3-21, där föregångaren till Lampports larmportal har varit i drift genom TCECURs dotterbolag Mysec de senaste 10 åren och idag är över 3 000 anläggningar uppkopplade och över 34 miljoner larmhändelser har förmedlats. Genom Lampport öppnas en form av mjukvarutjänst och *SaaS-modell* upp, vilket möjliggör återkommande intäkter med bra marginal. Eftersom att Lampports lösning är kompatibel med i stort sett alla moderna säkerhetssystem som förmedlar larmhändelser på marknaden, resulterar det i en minst sagt omfattande adresserbar marknad.

## Sammanfattad prognos

I ett Base scenario prognostiseras TCECUR år 2021 omsätta ca 302 MSEK med ca 9 % EBITDA-marginal. Baserat på en relativvärdering, används EV/EBITDA 17,5x som målmultipl. Givet antagen kapitalstruktur, erhålls ett potentiellt värde om 60 kr per aktie på 2021 års prognos.

**9 %**  
I ÅRLIG  
MARKNADS-  
TILLVÄXT

**~302 MSEK**  
ESTIMERAD  
OMSÄTTNING  
ÅR 2021

# BOLAGSBESKRIVNING

TCECUR är en teknikorienterad koncern inom säkerhet med lång historik och erfarenhet av leveranser till stora företag och den offentliga sektorn. TCECUR:s modell är att bygga en plattform för tillväxt, där de individuella dotterbolagen i hög utsträckning har kvar sin autonomi, samtidigt som de får stöd från koncernledningen och genom samarbete med övriga bolag inom koncernen. Dotterbolagen drar nytta av synergier inom t.ex. inköp, bemanning och kunskapsöverföring och koncernledningen ger stöd i strategiska frågor såsom tilläggsförvärv, expansion och finansiella frågeställningar. Med dessa parametrar och en entreprenörsfokuserad modell, skapas rätt förutsättningar för att dotterbolagen ska kunna fortsätta växa vidare.

## Dotterbolag i Koncernen



VD Andreas Bergström

Det ursprungliga **Automatic Alarm** etablerades redan år 1947 som ett av Sveriges första larmföretag, och efter uppköp och diverse fusioner, försvann bolaget en tid från branschen för att sedan återuppträda i dess nuvarande form 2007. Automatic Alarm erbjuder säkerhetslösningar inom inbrottslarm, passersystem, kameraövervakning, brandlarm, lås och större kundanpassade projekt där kunderna bl.a. återfinns inom den offentliga sektorn, t.ex. kommuner, skolor och äldreboenden, samt fastighets- och byggföretag.



VD Per Lindstrand

**AWT** är ett svenskt säkerhetsbolag med verksamhet inom övervakning, identifikation, biometri och passersystem. AWT har världsledande leverantörer som Honeywell, Tyco Software House, Techsphere, HID Global, Axis och American Dynamics. Kunderna är bl.a. OKG, Citibank, Johnson & Johnson och GoPro. AWT arbetar efter affärsmodellen att leverera, driftsätta och bedriva service samt support till sina kunder och företaget.



VD Toste Hedlund

**Mysec** utvecklar, installerar, driftar och underhåller avancerade säkerhetssystem till företag och den offentliga sektorn. Med en stark position i Stockholmsregionen har företaget byggt långvariga kundrelationer med dokumenterat hög leverans kvalitet. Mysec redovisar följande viktiga referenskunder: Arla, SISAB, ICA, Botkyrka kommun, Stockholms Stad, SATS, och en större svensk klädkedja.



VD Robert Birgersson

**TC Connect Sverige** bedriver flera mindre projekt där leveranstiderna generellt är kortare. Juni 2017 förvärvade TC Connect Sverige företaget RA Kommunikationsteknik AB (RAKOM). RAKOM, som specialiserar sig på radioteknik i Sverige, är tidigare underleverantör till TC Connect Sverige, varför förvärvet har bidragit till efterföljande kostnadssynergier, såväl som ökade intäkter.



VD Harald Bergby

**TC Connect Norge** adresserar numera likt TC Connect Sverige mindre projekt med generellt kortare leveranstider, där en ny affärsmodell implementerades under 2019/2020 som innebär högre fokus på lönsamhet snarare än volym. Exempel på tidigare projekt består av bl.a. Avinor (terminal- och kontrollrumslösningar för Bergen och Oslo flygplats) och Oslos spårväg. Fokus nu är på egna nätverk och service med långa kundavtal.



VD Klas Ingemarsson

**LåsTeam** arbetar med allt inom hela lås-, larm- och säkerhetsområdet vilket betyder att bolaget har kunskapen att bygga ett starkt och effektivt skydd för sina kunder. Bland LåsTeams kunder finns bl.a. fastighetsutvecklare, logistik-, handels-, finansföretag, nöjesparker och kommunala verksamheter.



VD Jonas Blom

**RF Coverage** projekterar, bygger och underhåller mobil inomhuskommunikation. Bolaget grundades år 2012 och har från start fokuserat på att leverera kvalitativa systemlösningar inom marknaden för inomhustäckning. RF Coverage möjliggör för personer, eller maskiner, att få den uppkoppling som behövs oavsett om det är i en tunnel, fastighet, tågagn eller annan plats med svag eller dålig täckning. Bolaget arbetar bl.a. med standarder som GPS, GSM, EDGE, UMTS (3G), TETRA/RAKEL, GSM-R, LTE (4G), WLAN och komradio.

Våra tjänster omfattar hela leveranskedjan - "från ax till limpa".

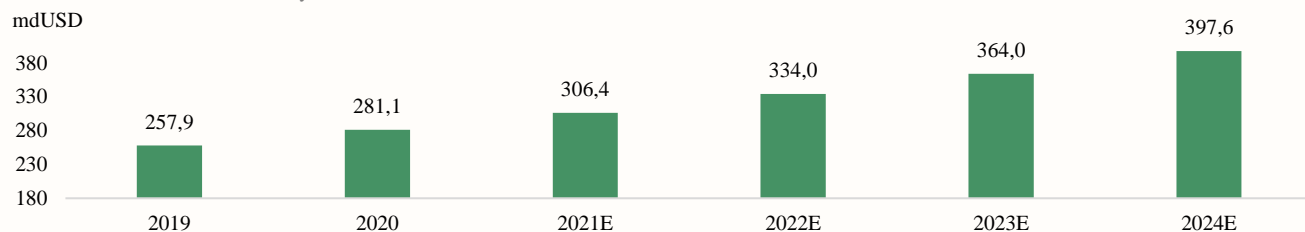
# MARKNADSANALYS

## Tillväxten i säkerhetsmarknaden drivs av flera faktorer

Marknadstillväxten för säkerhetslösningar förväntas drivas av flera faktorer, bl.a. ett ökat behov av att skydda individer såväl som egendom och data, ökad medvetenhet hos konsumenter och säkerhetskänslighet, högre betalningsvilja, ökad efterfrågan på användning av trådlös teknik och en större användning av IoT-baserade lösningar. Den ökade förekomsten av stöldbrott, av både fysisk karaktär såväl som av data och information, har lett till ett större behov av säkerhetssystem. Företag investerar idag stora belopp för att skydda känslig data och deras anställda, t.ex. blir användandet av åtkomstkontrollsystem och biometriska säkerhetssystem allt vanligare. Sådana säkerhetslösningar förhindrar obehörig åtkomst och därigenom kan egendom och även människor skyddas från oönskade händelser. Enligt MarketsandMarkets (2019) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 258 mdUSD år 2019 till ca 398 mdUSD år 2024, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 9,0%.<sup>1</sup>

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

Globala marknaden för säkerhetssystem, 2019-2024E



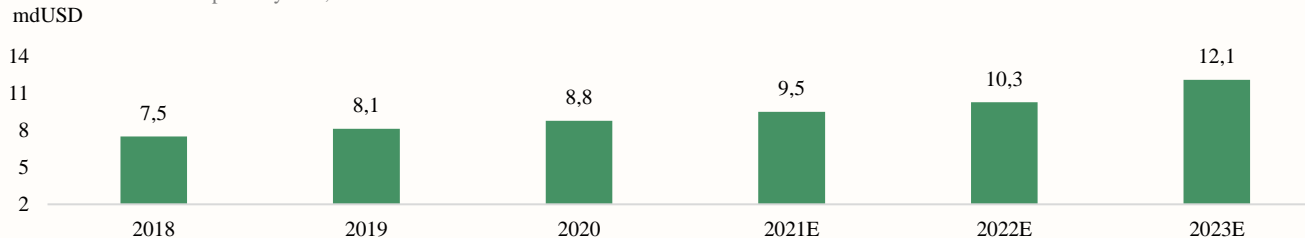
Källa: MarketsandMarkets, 2019.

Den globala marknaden för trådlösa säkerhetssystem förväntas växa årligen (CAGR) med ca 11% under perioden 2017 till 2023, för att nå ett marknadsvärde om 140 mdUSD år 2023.<sup>2</sup> Marknadstillväxten drivs av ökad efterfrågan på säkerhetsåtgärder, ökad användning av IoT-lösningar och nya möjligheter att applicera trådlös teknik. Nya tekniska framsteg, som bidrar till att utveckla kostnadseffektiva säkerhetssystem, kan stimulera marknadstillväxten ytterligare. Trådlösa säkerhetssystem har flera applikationsområden och kan bl.a. bidra med en högre säkerhet för kritiska infrastrukturprojekt.

Marknaden för passer- och kontrollsystem förväntas nå ett värde om ca 12 mdUSD år 2023, motsvarande årlig tillväxttakt (CAGR) 8,2 %.<sup>3</sup> Marknadstillväxten drivs bl.a. av den globalt växande efterfrågan på säkerhetslösningar, tekniska framsteg och ny användning av trådlös teknik i säkerhetssystem och ökad användning av IoT-baserade säkerhetssystem.

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

Globala marknaden för passersystem, 2018-2023E



Källa: MarketsandMarkets, 2019.

Enligt MarketsandMarkets uppskattas marknaden för videoövervakning växa från 45,5 mdUSD till 74,6 mdUSD år 2025.<sup>4</sup> 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.

<sup>1</sup>MarketsandMarkets, 2019, Security Solutions Market worth \$397.6 billion by 2024

<sup>2</sup>Global Wireless Security System Market, 2020, By Type

<sup>3</sup>MarketsandMarkets, 2019, Access Control Market by Component - Global Forecast to 2023

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



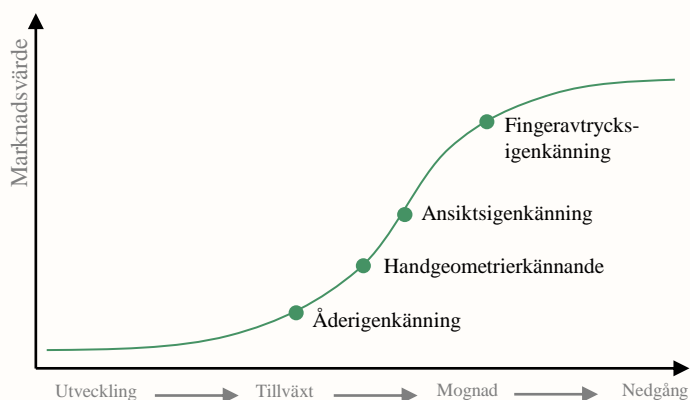
# MARKNADSANALYS

Den digitala tillväxten resulterar i ökade krav på säkerhet och tillförlitlighet, där samhället och företag investerar stora resurser i lösningar för identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, övervakning, styrning av kommunikation m.m. Marknaden för säkra kommunikationslösningar är omfattande och innefattar allt från telekom och säkerhet till bevakning och värdehantering.

Biometrisk teknologi kan effektivisera processer och resultera i kostnadsreduceringar för organisationer. Beroende på vilken typ av biometrisk lösning som används, bedöms dessa befina sig i olika skeden av produktlivscykeln. Frost & Sullivan (2020) prognostiserar att biometrimarknaden kommer att växa med omkring 19,6 % årligen (CAGR) från 2019 till 2024, för att då nå ett marknadsvärde om ca 46 miljarder dollar.<sup>1</sup>

## Beroende på biometrilösning förväntas olika tillväxttakter framgent.

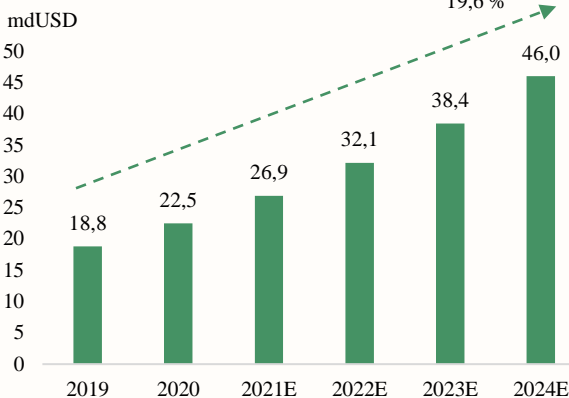
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: TCECUR och Analyst Groups illustration

## Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden

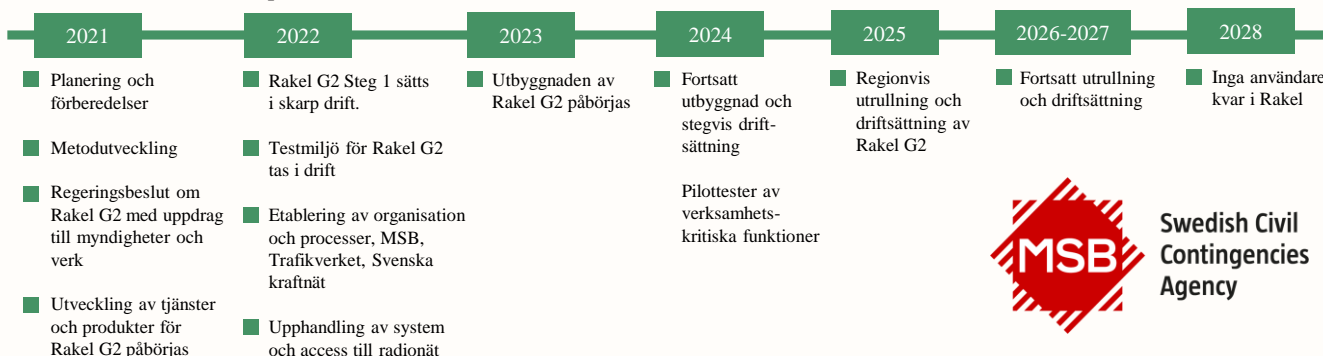


Källa: Frost & Sullivan, 2020

I Sverige finns RAKEL vilket är ett nationellt system för räddningstjänsten, med ca 83 000 användare vid utgången av år 2020, med omkring 600 anslutna organisationer. Gällande RAKEL, vilket är TC Connect Swedens huvudmarknad, har Myndigheten för Samhällsskydd och Beredskap (MSB) lämnat ett förslag till Regeringen om att ta fram ett nytt system; RAKEL G2, för att på så vis få ett modernare system som förutom tal kan hantera realtidsöverföring av större mängder data och rörliga bilder, t.ex. från en insats av räddningstjänsten.

I en rapport från februari 2021 skriver MSB att de planerar för en stegvis implementering som gör det möjligt att successivt migrera från RAKEL G1 till RAKEL G2. 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 säkert placerar Koncernen i en gynnsam position.

## MSB:s kommunicerade tidsplan för RAKEL G2.



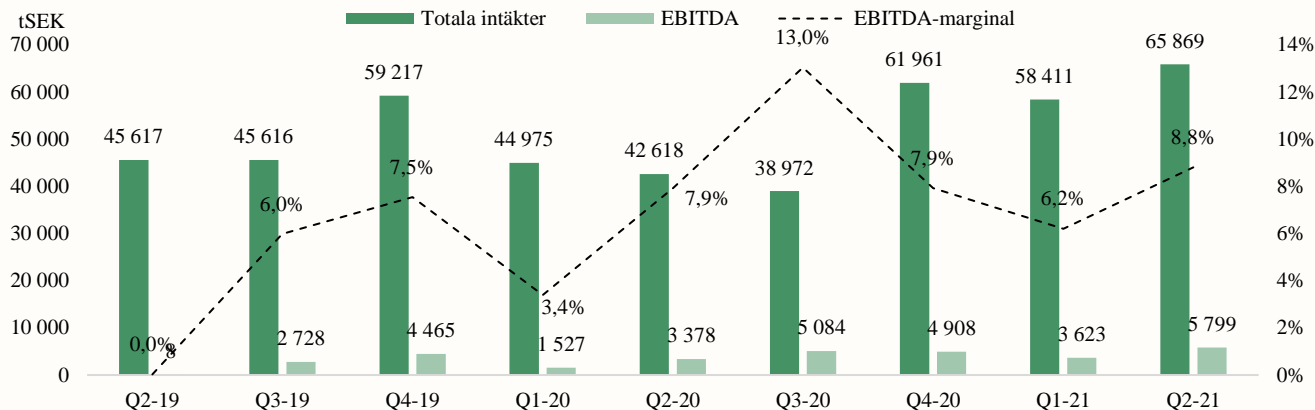
Swedish Civil Contingencies Agency

# FINANSIELL PROGNOSE

LTM uppgår omsättningen till ca 225 MSEK, motsvarande en ökning om 17 %, och Pro-forma per den 30 juni 2021 är motsvarande 337 MSEK i omsättning. Den historiska tillväxten kan härledas från organisk utveckling såväl som gjorda förvärv, där de två senaste förvärven under 2021 i form av RF Coverage och LåsTeam har bidragit positivt.

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

Omsättning, EBITDA och EBIT-marginal



Analyst Groups prognos

Vi räknar med att TCECUR kommer att fortsätta förvärva ytterligare bolag, vilket förväntas bidra till att Koncernen växer. TCECUR har kommunicerat att de bl.a. vill upprätthålla en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % över en konjunkturcykel, med en EBIT-marginal om 10 %. De förvärv som TCECUR potentiellt kan komma att göra, antas över tid uppfylla målsättningen, även om förvärven initialt kan komma att prestera lägre resultat. Till följd av svårigheter att prognostisera när i tiden nya förvärv kan komma att ske, exakt hur dessa ser ut och hur köpeskillningarna finansieras och struktureras, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Givet att TCECUR kan ha rätt finansiella förutsättningar på plats räknar vi med att förvärv sker, där tillkommande dotterbolag får ses som en extra option på gjorda prognoser. TCECUR har ett bevisat *track record* av lyckade förvärv, vilket illustreras tydligt i den finansiella utvecklingen för bl.a. AWT och Mysec som varit med en längre tid i Koncernen sedan förvärven genomfördes. Med hänsyn till tillträdesdag och exakt andel av total försäljning från de svenska dotterbolagen, har AWT och Mysec mellan helåren 2018 och 2020 ökat omsättningen i bra takt, och samtidigt bibehållit lönsamheten. TCECURs affärsmodell med att identifiera bra bolag med bra ledning, förvärva dessa och sedan låta dem fortsätta växa och utvecklas inom en decentraliserad koncernstruktur, har på ett tydligt vis burit frukt. Under 2021 räknar vi även med att de senaste tillskotten i form av Automatic Alarm, RF Coverage och LåsTeam kommer bidra på ett positivt vis.

## Omsättningsprognos åren 2021-2022

För år 2021 antas en helårstillväxt om ca 60 %, vilket motiveras av marknadens generella tillväxt, nuvarande orderbok, uppskalning av tidigare orders, nya tillkommande affärer samt gjorda förvärv. Genom de befintliga dotterbolagen TC Connect Sverige, TC Connect Norge, Mysec, AWT, Automatic Alarm, och sedan mitten av 2021, även RF Coverage och LåsTeam, kommunicerar TCECUR löpande orders. Bortsett från TC Connect Norge, där ett aktivt val har gjorts att fokusera på lägre ordervolymer men med högre marginaler, har dotterbolagen erhållit allt större ordervärden under de senaste kvartalen. Vi ser detta som ett tecken på att bolagen blir allt mer etablerade inom sina respektive nischer och är något vi räknar med kommer bidra positivt till Koncernens tillväxt framgent. Följande intäktsfördelning antas i genomsnitt gälla för kommande kvartal under 2021.

Kvartal	Q1-20 (A)	Q2-20 (A)	Q3-20 (A)	Q4-20 (A)
Intäktsfördelning	24 %	23 %	21 %	33 %
Kvartal	Q1-21 (A)	Q2-21 (A)	Q3-21 (E)	Q4-21 (E)
Intäktsfördelning	19%	22%	27%	32%

**60 %**  
ORGANISK  
TILLVÄXT  
2021E

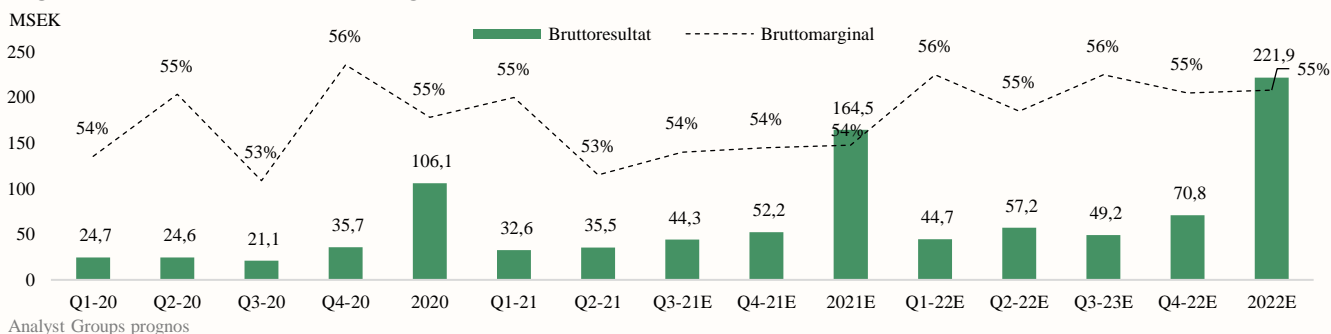
# FINANSIELL PROGNOIS

## Brutto- och rörelsekostnader åren 2021-2022

TCECURs bruttomarginal uppgår till 54 % LTM, vilket också är i linje med genomsnittet för de senaste åtta kvartalen. Dotterbolagen inom Koncernen verkar inom olika förgreningar av säkerhetsmarknaden, där det varierade produkt- och tjänstebudet innebär att marginalen skiljer sig mellan företagen. I ett Base scenario utgår vi från en relativt oförändrad bruttomarginal under prognosperioden som sträcker sig till slutet av år 2022.

**Under de senaste åtta kvartalen har TCECURs samlade bruttomarginal uppgått till omkring 54 %.**

Prognostiserade bruttokostnader och bruttomarginal, Base scenario



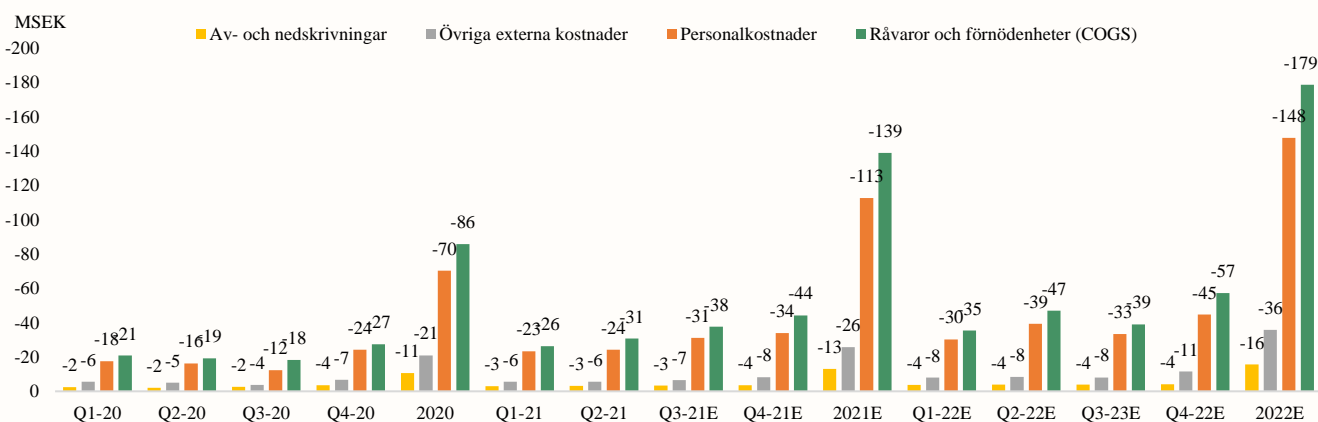
Analyst Groups prognos

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

På rörelsenivå är det personalkostnader som utgör störst andel av kostnadsbasen, vilka LTM uppgår till 84 MSEK, motsvarande 37 % av Koncernens omsättning (ej pro forma). I takt med att TCECUR:s dotterbolag kan fortsätta öka sin försäljningsvolym räknar vi med att företagen kommer vilja att skala upp sin personalstyrka. Med hänsyn till vikten av att balansera sitt rörelsekapital rätt tror vi dock att detta, relativt den förväntade försäljningstillväxten för respektive dotterbolag, kommer ske i en något försiktigare takt. Ackumulerat på koncernnivå blir detta tydligt sett till vår prognos för helåret 2022, där vi estimerar att personalkostnaderna fortsatt står för cirka 37-38 % av omsättningen. Utöver detta estimeras Koncernens övriga externa kostnader, t.ex. lokalhyra, IT-tjänster, konsultarvoden, legala kostnader etc. utgöra en relativt konstant andel av intäkterna (~9-10 %). I våra prognoser för TCECUR presenteras dotterbolagens rörelsekostnader på koncernnivå, vilket innebär att dotterbolagens separata räkenskaper således har konsoliderats. Vid konsolidering implementerar vi inga synergieffekter på koncernnivå, då dessa till viss del redan tagits hänsyn till i prognoser för respektive dotterbolag. Gemensamma *overhead*-kostnader för Koncernen inkluderas dock i prognoserna. Viktigt att påpeka, då TCECUR delvis växer genom nya förvärv, är att kostnader hänförliga till dessa bokas in på *overhead*-nivå. Det i sig är helt naturligt, och så länge det tillkommande värdet från förvärv överstiger dessa kostnader (vilket de rimligen bör göra), kommer Koncernens marginal att stiga.

**Utöver COGS förväntas personalkostnader utgöra en större andel av Bolagets totala kostnadsbas.**

Prognostiserade rörelsekostnader, Base scenario



Analyst Groups prognos

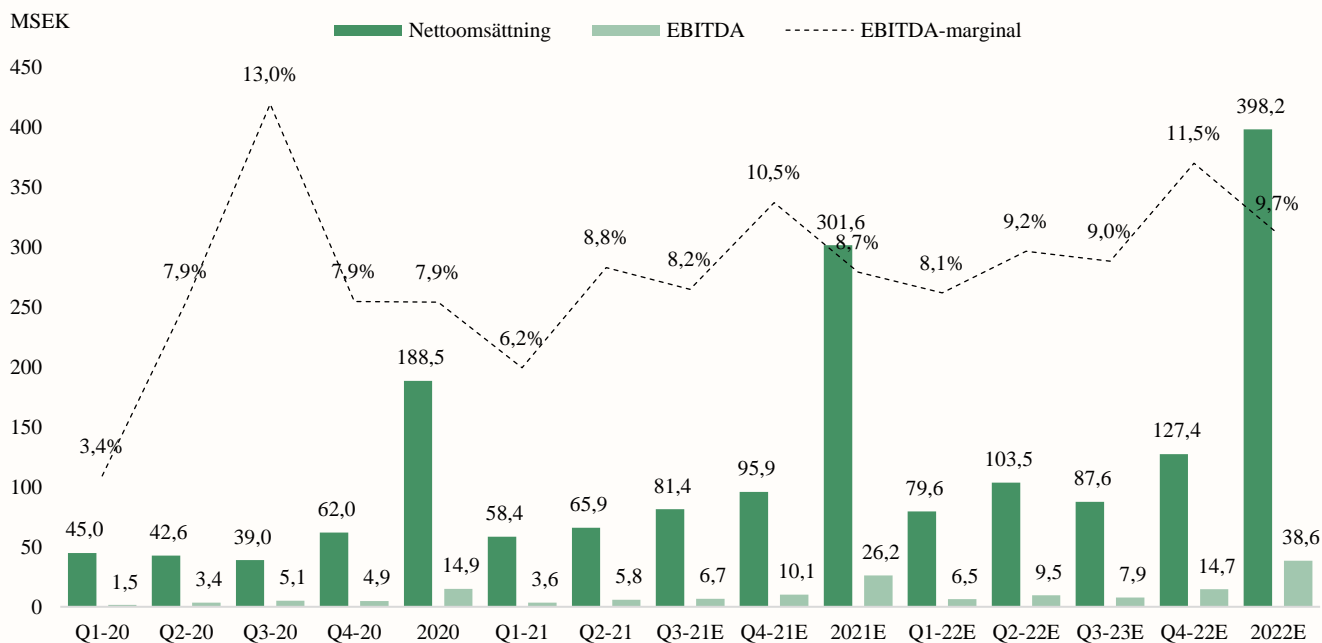
# FINANSIELL PROGNOSE

**~9 %  
EBITDA-  
MARGINAL  
2021E**

Följande är en sammanfattning av våra finansiella prognoser för TCECUR. Under år 2021 räknar vi med att Koncernens omsättning kan öka med totalt 60 % för att då uppgå till 302 MSEK (ej pro forma), tillsammans med en rörelsemarginal (EBITDA) om ca 9 %, motsvarande 26 MSEK i rörelseresultat. Under perioden är det tänkbart att TCECUR kommer att genomföra ytterligare förvärv, vilket i sådant fall skulle innebära att prognoserna kommer justeras. Under Q3-21 ska dessutom ytterligare ett dotterbolag, Lamport AB, lanseras, vilket i sig också kan komma att få en påverkan på gjorda estimat.

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

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



Base scenario (MSEK)	Q1-20	Q2-20	Q3-20	Q4-20	2020	Q1-21	Q2-21	Q3-21E	Q4-21E	2021E	Q1-22E	Q2-22E	Q3-23E	Q4-22E	2022E
Nettoomsättning	45,0	42,6	39,0	62,0	188,5	58,4	65,9	81,4	95,9	301,6	79,6	103,5	87,6	127,4	398,2
Övriga rörelseintäkter	0,5	1,1	0,4	1,2	3,2	0,4	0,4	0,4	0,5	1,8	0,5	0,5	0,6	0,6	2,3
<b>Totala intäkter</b>	<b>45,5</b>	<b>43,8</b>	<b>39,3</b>	<b>63,2</b>	<b>191,8</b>	<b>58,9</b>	<b>66,3</b>	<b>81,9</b>	<b>96,4</b>	<b>303,4</b>	<b>80,1</b>	<b>104,1</b>	<b>88,2</b>	<b>128,1</b>	<b>400,4</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-20,8	-19,1	-18,2	-27,4	-85,7	-26,3	-30,8	-37,6	-44,2	-138,9	-35,4	-46,9	-39,0	-57,2	-178,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>24,7</b>	<b>24,6</b>	<b>21,1</b>	<b>35,7</b>	<b>106,1</b>	<b>32,6</b>	<b>35,5</b>	<b>44,3</b>	<b>52,2</b>	<b>164,5</b>	<b>44,7</b>	<b>57,2</b>	<b>49,2</b>	<b>70,8</b>	<b>221,9</b>
Bruttomarginal	53,7%	55,1%	53,2%	55,7%	54,6%	55,0%	53,3%	53,8%	53,9%	54,0%	55,5%	54,7%	55,5%	55,1%	55,2%
Personalkostnader	-17,5	-16,2	-12,3	-24,2	-70,3	-23,3	-24,2	-31,0	-34,0	-112,5	-30,3	-39,3	-33,3	-44,7	-147,6
Övriga externa kostnader	-5,6	-5,0	-3,7	-6,6	-20,9	-5,6	-5,5	-6,5	-8,2	-25,8	-8,0	-8,3	-8,1	-11,5	-35,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBITDA</b>	<b>1,5</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>	<b>14,9</b>	<b>3,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,7</b>	<b>10,1</b>	<b>26,2</b>	<b>6,5</b>	<b>9,5</b>	<b>7,9</b>	<b>14,7</b>	<b>38,6</b>
EBITDA-marginal	3,4%	7,9%	13,0%	7,9%	7,9%	6,2%	8,8%	8,2%	10,5%	8,7%	8,1%	9,2%	9,0%	11,5%	9,7%
Av- och nedskrivningar	-2,4	-2,1	-2,5	-3,6	-10,6	-3,0	-3,2	-3,4	-3,5	-13,1	-3,7	-3,9	-4,0	-4,1	-15,6
<b>EBIT</b>	<b>-0,8</b>	<b>1,3</b>	<b>2,6</b>	<b>1,3</b>	<b>4,3</b>	<b>0,7</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>6,5</b>	<b>13,1</b>	<b>2,8</b>	<b>5,7</b>	<b>3,9</b>	<b>10,6</b>	<b>22,9</b>
EBIT-marginal	-1,9%	3,0%	6,6%	2,1%	2,3%	1,1%	3,9%	4,1%	6,8%	4,3%	3,5%	5,5%	4,4%	8,3%	5,8%
Ränteintäkter	0,1	-0,1	0,1	1,0	1,1	0,1	0,0	0,1	0,2	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,5
Räntekostnader	-1,9	-0,6	-0,6	-1,0	-4,2	-0,8	-0,7	-0,5	-0,4	-2,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-1,6
<b>EBT</b>	<b>-2,7</b>	<b>0,6</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,0</b>	<b>1,9</b>	<b>2,9</b>	<b>6,3</b>	<b>11,1</b>	<b>2,5</b>	<b>5,4</b>	<b>3,6</b>	<b>10,3</b>	<b>21,8</b>
Skatt	0,1	0,1	0,1	-0,4	-0,1	-0,3	-0,4	-0,3	-0,2	-1,1	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-1,2
<b>Nettoresultat</b>	<b>-2,6</b>	<b>0,7</b>	<b>2,2</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>6,1</b>	<b>10,0</b>	<b>2,2</b>	<b>5,2</b>	<b>3,3</b>	<b>9,9</b>	<b>20,6</b>
Nettomarginal	-5,8%	1,6%	5,6%	1,4%	0,6%	-0,5%	2,3%	3,2%	6,4%	3,3%	2,8%	5,0%	3,7%	7,7%	5,2%

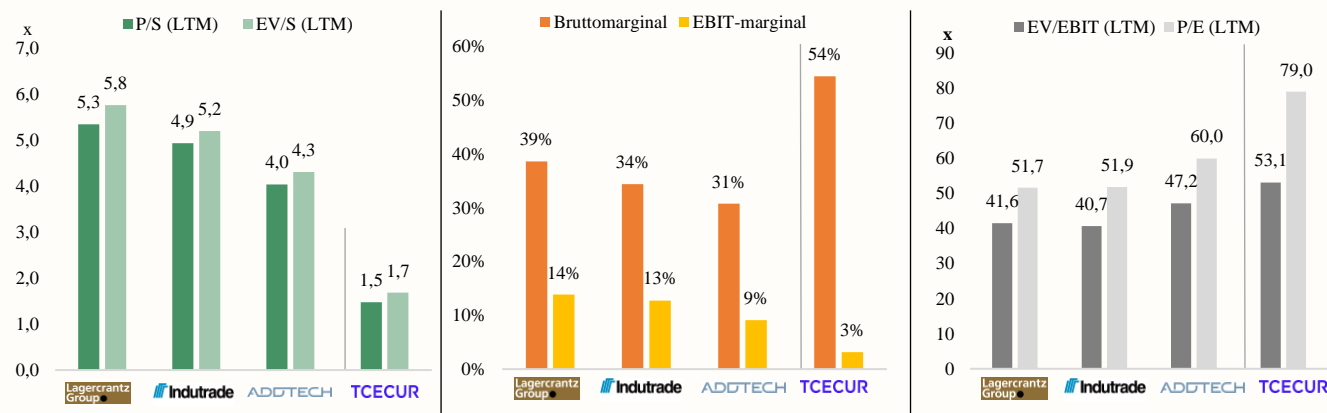
Analyst Groups prognos

# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Lagercrantz*, *Indutrade* och *Addtech*. Även om det råder vissa skillnader, finns likheter mellan företagen och TCECUR avseende affärsmodellen att identifiera och förvärva företag, som sedan får verka under frihet i en decentraliserad koncernorganisation.

**I termer av faktisk försäljning så värderas TCECUR betydligt lägre än övriga bolag, trots att Koncernen har en högre bruttomarginal.**

Värderingsmultiplar och marginaler (ej pro forma)



**Lagercrantz Group** är en teknikkoncern som erbjuder tekniklösningar med egna produkter samt med produkter från leverantörer. Inom koncernen finns ett 40-tal bolag, där varje bolag är orienterat mot en specifik delmarknad. Verksamheten är decentraliserad, där varje dotterbolag följer särskilda mål.

**Addtech** är en teknikhandelskoncern bestående av ca 120 självständiga bolag som säljer högteknologiska lösningar, främst till kunder inom tillverkande industri och infrastruktur. Addtech växer bl.a. genom förvärv och organisationen är decentraliserad, där varje dotterbolag får stor frihet under uppsatta mål.

**Indutrade** marknadsför och säljer komponenter, system och tjänster med högt teknikinnehåll till industrin inom utvalda nischer. Karaktärsdrag för koncernen är produkter med god teknikhöjd och tillväxt genom förvärv, där förvärven får fortsätta sin verksamhet som tidigare och behålla sitt namn, kultur och ledning.

Analyst Groups prognos

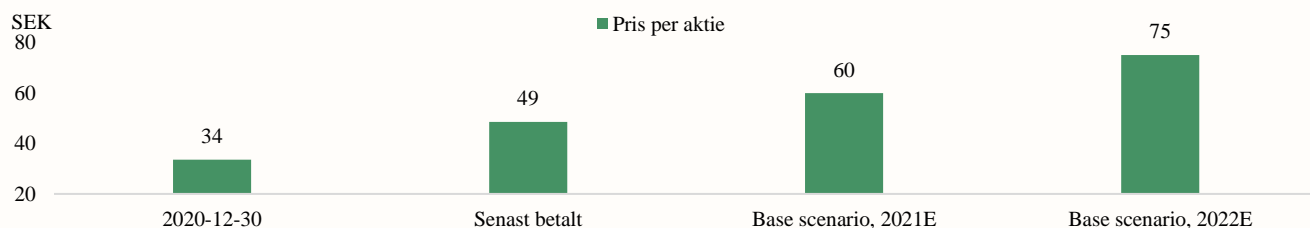
Medelvärde av ovan nämnda företags EV/EBIT-multiplar är omkring 40x. Samtliga företag är större än TCECUR och noterade på Nasdaq Mid- och Large Cap. Det motiverar att TCECUR ska handlas till en värderingsrabatt. Givet en konservativ värderingsrabatt tillämpas EV/EBITDA 17,5x på 2021 års prognostiserade EBITDA-resultat som målmultipl, vilket också är vad TCECUR värderas till per 2021-08-25 LTM (pro forma). Med ett EBITDA-resultat om ca 26 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) omkring 458 MSEK i ett Base scenario. Med hänsyn till estimerad skuldsättning och tillgänglig kassa, ger det en börsvärdering (Market Cap) om ca 415 MSEK, eller 60 kr per aktie.

**60 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

Med hänsyn till nuvarande operativa verksamhet, marknadsläget, en starkare balansräkning och positiva rörelsemarginaler i dotterbolagen, så checkar TCECUR flera boxar för ett kvalitetsbolag som ännu flyger under många investerares radar. Det skulle inte förvåna oss om TCECUR, med bibehållen tillväxt, har förutsättningarna att bli en av de mest lönsamma noterade säkerhetskoncernerna på den svenska börsen. Koncernen värderas idag till P/S 1x på 2021 års prognos, något som stärker vår syn om att det finns en fortsatt uppsida i aktien från dagens nivåer.

**Givet EV/EBITDA 17,5 som målmultipl på 2021 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om ca 415 MSEK.**

Potentiell aktievärdering på 2021 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

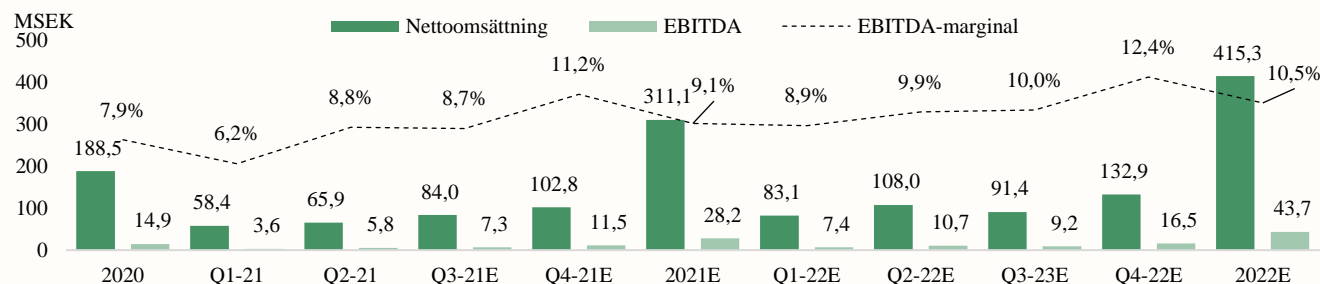
# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas TCECURs nuvarande dotterbolag utvecklas i en snabbare takt än väntat. Drivarna till en ökad tillväxt är en högre efterfrågan från marknaden, där dotterbolagens befintliga, och potentiellt nya, produktmix får större genomslagskraft. AWT gynnas av god tillväxt i biometrimarknaden och företagets befintliga referenskunder kan underlätta införsäljning till nya kunder. Det kan antas att även övriga dotterbolag gynnas av AWT:s kundnätverk, d.v.s. försäljningssynergier kan uppstå. Även Mysec förväntas växa i högre takt i detta scenario, tillsammans med TC Connect Sverige som återtar sitt momentum efter att initialt blivit bromsade av Covid-19. Senaste tillskotten av Automatic Alarm, RF Coverage och LåsTeam resulterar även i en större intäktsbas samt ökad rörelsemarginal. I ett Bull scenario antas marginalerna stiga ytterligare, där även TC Connect Norge förväntas fortsätta bidra positivt under 2021.

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

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2021, ej pro forma, Bull-scenario



Analyst Groups prognos

**67 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO

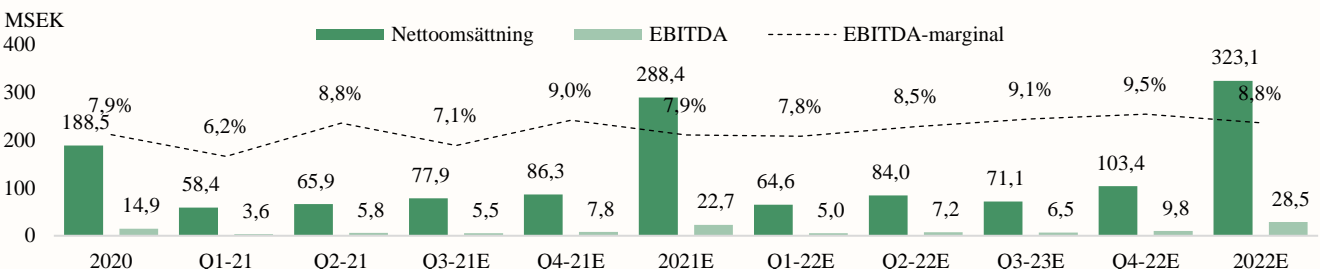
Med en målmultipel om EV/EBITDA 18 på 2021 års prognos erhålls en värdering om 67 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

## Bear scenario

Färre kundprojekt av bolagsspecifika anledningar, eller en försämrad konjunktur då tjänsterna och produkterna som tillhandahålls anses korrelerade med rådande konjunkturcykel, hade påverkat värderingen negativt. Givet mer utmanande marknadsklimat kan efterfrågan från dotterbolagens kunder minska, vilket då resulterar i en lägre försäljning än budgeterat. Med en fast kostnadsbas påverkar det marginalerna negativt, vilket i ett Bear scenario i sin tur kan komma att få en negativ effekt på TCECUR-aktiens utveckling.

**Orsmoln finns fortfarande på himlen i form av rådande pandemi, vilket i ett Bear scenario antas kunna få negativ påverkan på Koncernen under 2021.**

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2021, ej pro forma, Bear scenario



Analyst Groups prognos

**43 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO

Utifrån en viktad värdering mellan TCECUR:s estimerade omsättning och EBITDA-resultat i ett Bear scenario, samt med hänsyn till aktiens *free float*, motiveras ett värde per aktie om 43 kr på 2021 års prognos i ett Bear scenario. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida

## Klas Zetterman, Koncern-VD i TCECUR Sweden AB



Klas är civilingenjör från KTH, med en framgångsrik karriär som ledare i både svenska och internationella företag. Han har bred erfarenhet av försäljning, produktion och affärsutveckling av högteknologiska företag och kommer närmast från rollen som Vice President och General Manager för Illinois Tool Works (ITW), ett av USAs största börsnoterade industriföretag, där han varit verksam de senaste 12 åren. Tidigare har han bland annat arbetat som VD för Stokvis Tapes, Insite GmbH, Speed Ventures GmbH och dessförinnan i olika internationella roller för kemikoncernen DuPont de Nemours. Klas har även arbetat med företagsförvärv och företagsförsäljningar samt strategisk rådgivning inom management. *Klas äger 307 813 aktier och 100 000 optioner i TCECUR Sweden AB.*

## Liselott Byström, CFO



Liselott tillträdde som CFO under september 2020, hon har en magisterexamen i ekonomi. Hon kommer närmast från rollen som Head of Group Business Control och Planning på Cavotec, som är en industrikoncern listad på Stockholmsbörsen. *Liselott innehar 5 000 aktier i TCECUR Sweden AB och 10 000 teckningsoptioner.*

## Toste Hedlund, Verkställande Direktör Mysec



Toste Hedlund har varit VD på Mysec sedan starten 2009. Han är entreprenör i grunden och har jobbat inom säkerhetsbranschen sedan 1987. Toste är behörig ingenjör inom brandlarm och inbrottslarm, med fokus på försäljning och projektledning. Han har varit med från start i projektet med Mysec larmportal, samt försäljning av de större inbrott- och passersystem och CCTV- och brandlarmsprojekten i Mysec. Under Tostes tid i Mysec har företaget utfört stora entreprenader åt aktörer som ICA, ARLA, Stockholms Stad, flera kommuner, en större svensk klädkedja m.fl. *Toste innehar via ägande i SEC Management AB totalt 311 139 aktier i TCECUR Sweden AB och har ytterligare 30 000 teckningsoptioner privat.*

## Per Lindstrand, Verkställande Direktör AWT



Per är civilingenjör från Kungliga Tekniska Högskolan med inriktning datasäkerhet. Han har sedan 2012 drivit AWT och under dessa år erhållit en gedigen kunskap om avancerade säkerhetssystem, främst med fokus på komplexa, globala lösningar som Tyco Software House CCURE och Honeywell Pro-Watch för kärnkraftverk, investmentbanker, industrier, IT- bolag och läkemedelsbolag. Under sin tid på AWT har företaget genomfört installationer i Norden, England, Nederländerna, Tyskland och Frankrike. AWT har även lyckats uppnå den högsta certifieringsnivån, Platinum, som integratör för Honeywell. *Per innehar via direkt ägande, via bolag samt via ägande i SEC Management AB totalt 226 102 aktier i TCECUR Sweden AB och har ytterligare 30 000 teckningsoptioner privat.*

## Robert Birgersson, Verkställande Direktör TC Connect Sweden



Robert är VD för svenska dotterbolaget TC Connect Sweden. Han har arbetat i över 15 år på företag främst inom kundnära verksamhetsområden, vilket resulterar i att han byggt upp ett brett nätverk och etablerat ett gott anseende hos både kunder och leverantörer. Robert har även erfarenhet som inköpare på Ericsson och marknads- och försäljningsansvar på mindre företag. Han har en ekonomiutbildning från Örebro Universitet. *Robert innehar via ägande i SEC Management AB totalt 2 264 aktier i TCECUR Sweden AB och 30 000 teckningsoptioner privat.*

## Harald Bergby, Verkställande Direktör TC Connect AS Norge



Harald var tidigare marknads- och försäljningsdirektör och är nu VD i bolaget. Harald har en lång erfarenhet i TC Connect och har sedan år 2000 arbetat inom försäljning och teknik. Med en lång och nära relation med marknaden, kunder och leverantörer har han goda förutsättningar för att driva bolaget framåt. *Harald äger 8 055 aktier och 20 000 optioner i TCECUR Sweden AB.*

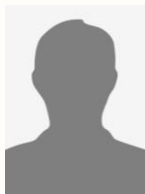
## Andreas Bergström, Verkställande Direktör Automatic Alarm



Andreas har varit VD på Automatic Alarm i över 10 år, och har dessförinnan erfarenhet som bl.a. Project Manager på Securitas, Key Account Manager (KAM) på G4S och Account Manager samt servicetekniker på Falck. *Andreas äger 118 712 aktier i TCECUR Sweden AB.*

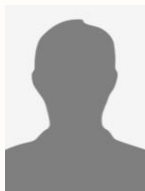
# LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Bolagets hemsida



## Jonas Blom, Verkställande Direktör RF Coverage

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



## Klas Ingemarsson, Verkställande Direktör LåsTeam

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



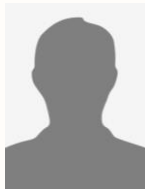
## Ole Oftedal, Styrelseordförande i TCECUR Sweden AB

Ole har lång erfarenhet som företagsledare och entreprenör, där han har bakgrund som både styrelseordförande och verkställande direktör i privata och börsnoterade bolag. Före sitt uppdrag i TCECUR AB har han bl.a. haft ledande befattningsroller i bolag som Cabonline, Miroi, Televentures, Proffice/Dfind, Industrial Partner Permira, Fritidsresor, Linjebuss och Nordstjernen. Han har dessutom varit involverad i projekt relaterade till riskkapitalbolag som EQT, IK och Nordic Capital. Ole har en utbildning som Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. *Ole innehar via bolag samt via ägande i SEC Management AB totalt 313 825 aktier i TCECUR Sweden AB och 40 000 teckningsoptioner privat.*



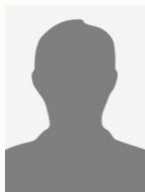
## Tommy Lundqvist, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB<sup>1</sup>

Tommy har varit advokat och delägare i advokatbyråer sedan 1991 och var med och bildade Wistrand Advokatbyrå i Stockholm 1999 där han är fortsatt verksam. Han arbetar med svensk och internationell affärsjuridik med inriktning på företagsöverlåtelser, börsnoteringar, kommersiella avtal, skatterätt och allmän bolagsrätt. Tommy har sedan 1989 varit styrelseledamot i svenska och internationella bolag med verksamheter inom tjänstesektorn, finans, läkemedel och industri. Utöver sitt uppdrag i TCECUR har Tommy styrelseuppdrag i flera bolag, däribland Acacia Asset Management AB, Cupole Consulting Group AB och Target Aid AB. Tommy är jur.kand. och har även ekonomutbildning från Stockholms universitet. *Tommy innehar via ägande i SEC Management AB totalt 60 973 aktier i TCECUR Sweden AB.*



## Håkan Blomdahl, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm samt civilingenjör från teknisk fysik på Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm. Styrelseordförande i storägaren Arbona AB, VD Triega AB. Andra styrelseuppdrag inkluderar bland annat Norvida Holding AB, Triona AB och Katinla AB. *Styrelseordförande i Arbona som äger 1 878 569 aktier i TCECUR Sweden AB.*



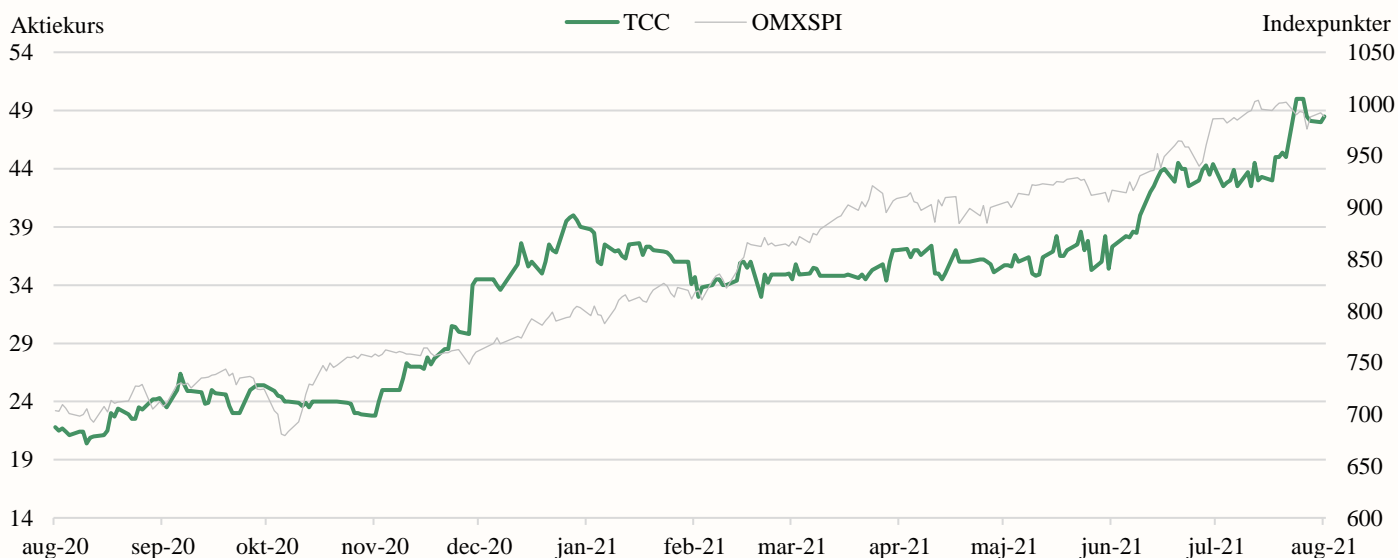
## Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR Sweden AB

Civ. ing. och civ. ek. Bakgrund från bl.a. McKinsey & Co, Nordstjernen, B&B Tools och som VD för Bright Group i Sverige. Martin är idag VD på storägaren Arbona. Har jobbat såväl som ägare och styrelseledamot, samt i operativa befattningar i små och medelstora bolag. *Innehav av aktier i TCECUR Sweden AB: är VD i Arbona som äger 1 878 569 aktier i TCECUR Sweden AB.*



## APPENDIX

## Aktiekursens utveckling



TCECUR AB - Koncernen (tSEK)	2019	2020	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q3-20	Q4-20	Q1-21	Q2-21
Nettoomsättning	202 705	188 526	52 255	45 617	45 616	59 497	44 975	42 618	38 972	61 961	58 411	65 869
Övriga rörelseintäkter	1 918	3 231	306	264	359	306	523	1 140	351	1 217	444	413
<b>Totala intäkter</b>	<b>204 623</b>	<b>191 757</b>	<b>52 561</b>	<b>45 881</b>	<b>45 975</b>	<b>59 803</b>	<b>45 498</b>	<b>43 758</b>	<b>39 323</b>	<b>63 178</b>	<b>58 855</b>	<b>66 282</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-98 074	-85 653	-28 411	-21 221	-22 227	-26 216	-20 820	-19 148	-18 249	-27 436	-26 286	-30 758
<b>Bruttoresultat</b>	<b>106 549</b>	<b>106 104</b>	<b>24 150</b>	<b>24 660</b>	<b>23 748</b>	<b>33 587</b>	<b>24 678</b>	<b>24 610</b>	<b>21 074</b>	<b>35 742</b>	<b>32 569</b>	<b>35 524</b>
Bruttomarginal	51,6%	54,6%	45,6%	53,5%	51,3%	55,9%	53,7%	55,1%	53,2%	55,7%	55,0%	53,3%
Personalkostnader	-74 376	-70 306	-16 968	-18 977	-15 696	-22 597	-17 533	-16 249	-12 332	-24 192	-23 349	-24 213
Övriga externa kostnader	-24 253	-20 901	-6 439	-5 675	-5 324	-6 691	-5 618	-4 983	-3 658	-6 642	-5 597	-5 512
Övriga rörelsekostnader	0	0	-24	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>7 920</b>	<b>14 897</b>	<b>719,0</b>	<b>8,0</b>	<b>2 728,0</b>	<b>4 299,0</b>	<b>1 527,0</b>	<b>3 378,0</b>	<b>5 084,0</b>	<b>4 908</b>	<b>3 623</b>	<b>5 799</b>
EBITDA-marginal	3,9%	7,9%	1,4%	0,0%	6,0%	7,2%	3,4%	7,9%	13,0%	7,9%	6,2%	8,8%
Av- och nedskrivningar	-9 264	-10 587	-2 246	-2 288	-2 383	-2 574	-2 370	-2 118	-2 494	-3 605	-2 970	-3 205
<b>EBIT</b>	<b>-1 344</b>	<b>4 310</b>	<b>-1 527</b>	<b>-2 280</b>	<b>345</b>	<b>1 725</b>	<b>-843</b>	<b>1 260</b>	<b>2 590</b>	<b>1 303</b>	<b>653</b>	<b>2 594</b>
EBIT-marginal	-0,7%	2,3%	-2,9%	-5,0%	0,8%	2,9%	-1,9%	3,0%	6,6%	2,1%	1,1%	3,9%
Ränteintäkter	145	1 070	111	179	12	-158	52	-52	66	1 004	88	33
Räntekostnader	-3 912	-4 211	-821	-1 128	-945	-1 017	-1 941	-635	-596	-1 039	-772	-689
<b>EBT</b>	<b>-5 111</b>	<b>1 169</b>	<b>-2 237</b>	<b>-3 229</b>	<b>-588</b>	<b>550</b>	<b>-2 732</b>	<b>573</b>	<b>2 060</b>	<b>1 268</b>	<b>-31</b>	<b>1 938</b>
Skatt	430	-84	370	848	-138	-327	112	104	120	-420	-260	-417
<b>Nettoresultat</b>	<b>-4 680</b>	<b>1 085</b>	<b>-1 867</b>	<b>-2 381</b>	<b>-726</b>	<b>223</b>	<b>-2 620</b>	<b>677</b>	<b>2 180</b>	<b>848</b>	<b>-291</b>	<b>1 521</b>
Nettomarginal	-2,3%	0,6%	-3,6%	-5,2%	-1,6%	0,4%	-5,8%	1,6%	5,6%	1,4%	-0,5%	2,3%

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

## Övrigt

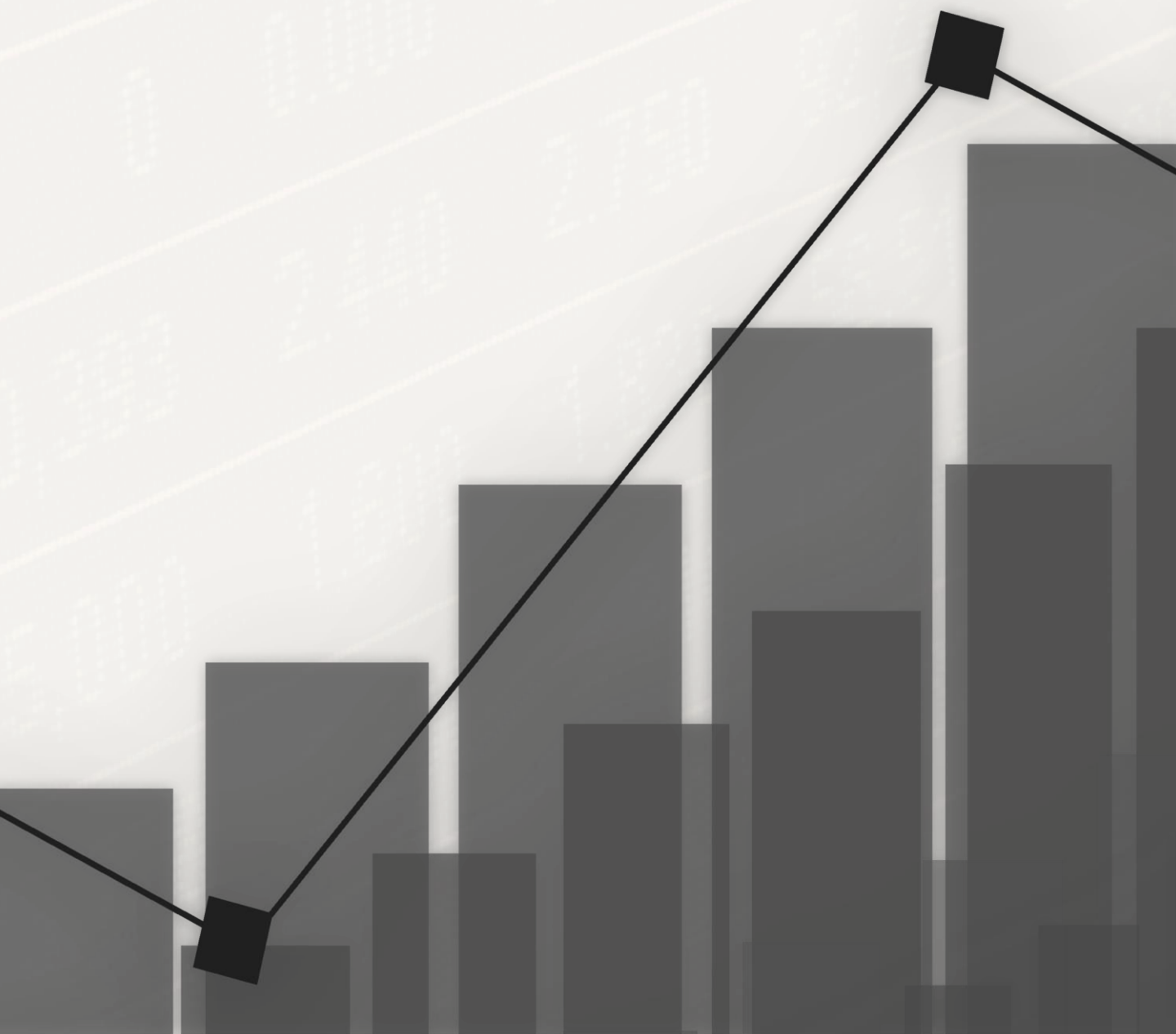
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **TCECUR Sweden AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund