



TCECUR AB

GOD ORDERINGÅNG KAN GE BRA UTVÄXLING
UNDER H2-2018

2018-09-13

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER: PATRIK OLOFSSON



Sept. Oct. July June July Aug. 5



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.

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

TCECUR AB ("TCECUR" eller "Koncernen") är en teknikorienterad säkerhetskoncern med historik och stora erfarenheter från leveranser till stora koncerner och den offentliga sektorn. TCECUR har sitt ursprung i Ericsson Radio Systems och Telenor Radio, och har under drygt 40 år levererat ett hundratal stora projekt inom säker kommunikation till kunder med mycket höga krav på säkerhet, funktionalitet och teknik, som ständigt efterfrågar Koncernens expertis inom säkerhetssystem. TCECURs vision är att bygga en grupp av ledande mellanstora teknikbolag inom säkerhetsbranschen.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q2-18	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8-10
Finansiell prognos	11-16
Värdering	17
Bull & Bear	18
VD-intervju, Ole Oftedal	19
Ledning & styrelse	20-21
Appendix	22
Disclaimer	23



Värde drivare

Kostnadsförbättringar, organisk tillväxt och nya förvärv är värde drivarna för TCECUR framgent. TCECUR är en teknikkoncern och givet ökad rörelsemarginal, och tillväxt, finns utrymme för uppvärdering där värderingsmultiplar härledda från bolag som Lagercrantz, Addtech och Indutrade används som målmultipl.



Historisk Lönsamhet

TCECUR som koncern har existerat under en förhållandevis kort period. TCECUR Norge har tyngt lönsamheten, samtidigt som TCECUR Sverige tillsammans AW Technic och Mysec visar god lönsamhet. Då den norska verksamheten står för stor andelen av Koncernens omsättning ger det genomslag på marginaler. Engångskostnader från Norge har även belastat kassaflödet historiskt. Vi bedömer att förbättringsutrymme finns och angivet betyg är baserat på historik.



Riskprofil

Befintliga dotterbolag i Koncernen har existerat under en längre tid som separata företag och har etablerade leverantörer och kunder, med befintlig försäljning på plats. Framöver ska TCECUR förvärva flera bolag, vilket resulterar i utmaningar som tidigare inte funnits. Faktorer som kommande marknadsläge, finansieringsalternativ, rådande aktiekurs m.m., påverkar Koncernens förutsättningar för förvärv.



Ledning & Styrelse

Nuvarande ledning, både i Koncernen och i dotterbolagen, har lång erfarenhet från branschen. Styrelsen har olika kompetensområden som kan komplettera varandra väl nu när Koncernen ska växa både organiskt och genom nya förvärv. Koncern-VD Ole Oftedal äger 5,2 % av aktier, och flera av dotterbolagens ledningspersoner äger aktier i TCECUR.



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

TCECUR AB (TCC)

GOD ORDERINGÅNG KAN GE BRA UTVÄXLING UNDER H2-2018



TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. Via organiskt samt förvärvsdriven tillväxt prognostiseras TCECUR omsätta ca 197 MSEK och 330 MSEK år 2018 respektive 2019, med en EBITDA-marginal omkring 3 % respektive 8 %. Givet en målmultipel om EV/EBITDA 13, härledd från en relativvärdering, samt antagen utveckling av Koncernens kapitalstruktur, ger det ett potentiellt värde om 40 kr per aktie på 2019 års prognos. Utrymme för uppvärdering bedöms således finnas från dagens nivåer.

Marknaden för säkerhetslösningar växer

Den globala marknaden för säkerhetslösningar förväntas växa med ca 10 % årligen och nå ett värde om ca 370 mdUSD 2023.¹ Globalt investerar aktörer i identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, övervakning och styrning av säkra kommunikationslösningar. TCECUR adresserar flera aktörer där kraven på säkerhet är hög, bl.a. inom off shore-industrin i Norge, globala finansinstitut, energianläggningar, stora produkt- och tjänsteföretag, samhällskritiska organisationer m.fl.

TCECUR ska förvärva fler företag framgent

TCECURs affärsmodell har likheter med aktörer som Lagercrantz, Indutrade och Adtech, där lönsamma företag med god tillväxt identifieras, förvärvas och integreras som fristående dotterbolag inom koncernen. Synergieffekter kan således uppstå, samtidigt som den decentraliserade organisationsstrukturen skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt där dotterbolagen styrs under en egen ledningsgrupp.

Koncernledningen har tidigare erfarenhet av företagsförvärv

För att framtida förvärv ska vara lyckade förutsätter det en erfaren ledningsgrupp och styrelse, med förmåga att dels identifiera bra förvärv, och dels med rätt kompetenser att integrera förvärven i koncernen (även om dotterbolagen verkar fristående). Ole Oftedal, VD för Koncernen, har lång erfarenhet både som företagsledare och entreprenör. Henrik Nordin, CFO, har lång erfarenhet från börsnoterade internationellt ägda bolag och har varit aktiv i tidigare företagstransaktioner. Nuvarande styrelse har kompetenser som kompletterar varandra väl, med erfarenheter från både mindre och större organisationer.

Olika finansieringsalternativ vid förvärv

TCECUR kommer använda en kombinationen av likvida medel och aktier vid köp av företag. Vid en lägre aktiekurs minskar köpkraften med Bolagets aktier, vilket således är en risk. En lägre värdering på Koncernen kan resultera i färre förvärv, och/eller förvärv av mindre storlek. Om Koncernen som helhet inte utvecklas i önskad takt, kan kreditfinansiering försvårigas. Nuvarande prognos förutsätter flera förvärv perioden 2018-2019.

¹MarketsandMarkets, 2017, Security Solutions Market worth 372.90 Billion USD by 2022.

AKTIEKURS | 26,40 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR
19 kr

BASE
40 kr

BULL
58kr

Tidigare värderingsintervall: Base 43 kr, Bull 58 kr, Bear 17 kr.

TCECUR AB	
Stängningskurs (2018-09-12)	26,40
Antal Aktier (st.)	3 785 208
Market Cap (MSEK)	99,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	4,2
Enterprise Value (MSEK)	104,1
V.52 prisintervall (SEK)	19,70 – 40,95

UTVECKLING	
1 månad	-28,4 %
3 månader	+0,4 %
1 år	+17,9 %
YTD	-6,7%

HUVUDÄGARE (KÄLLA: TCECUR, 2018-06-12)	
TPE AS	59,0 %
Toste Hedlund	5,5 %
Ole Oftedal	5,2 %
Per Lindstrand	4,0 %
Avanza Pension	2,3 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Ole Oftedal
Styrelseordförande	Tommy Lundqvist

FINANSIELL KALENDER	
Kvartalsrapport 3 2018	2018-10-19

PROGNOS (BASE), MSEK	LTM	2018E	2019E
<i>Antal dotterbolag i Koncernen</i>	4	6	8
Totala intäkter	161,5	196,9	329,8
Bruttoresultat	76,9	90,0	158,2
<i>Bruttomarginal</i>	47,5%	45,7%	48,0%
EBITDA	-3,4	6,3	24,9
<i>EBITDA-marginal</i>	-2,1%	3,2%	7,6%
Nettoresultat	-7,7	1,0	11,9
<i>Nettomarginal</i>	-4,8%	0,5%	3,6%
P/S	0,6	0,6	0,4
EV/S	0,6	0,8	0,8
EV/EBITDA	-30,8	24,4	10,0
P/E	-13,0	118,1	12,4
VPA	-0,5	0,2	2,1

KOMMENTAR Q2-18

Omsättning och resultat

27 %
TILLVÄXT
UNDER
Q2-18

Nettoomsättningen uppgick till 42,8 MSEK, vilket motsvarar en ökning om 27 % mot jämförbart kvartal 2017 och en ökning om 20 % mot föregående kvartal i år. EBITDA-resultatet för Koncernen uppgick till -3,8 MSEK under Q2-18. Det ska dock tilläggas att det funnits engångskostnader om 2,8 MSEK hänförliga till Norge-verksamheten. Justerat för dessa engångskostnader uppgick EBITDA till ca -1,0 MSEK under Q2-18, vilket är i linje med EBITDA-resultatet under Q2-17, som uppgick till just -1,0 MSEK. Kostnaderna i Norge följer således plan, även om omsättning under kvartalet varit svag där faktureringen varit lägre än väntat.

Av dotterbolagen går både Mysec och AW Technic starkt under perioden. Mysec har haft en god ordergång, bl.a. har Botkyrka kommun tecknat ett 4-årigt avtal med ett affärsvärde om ca 15–20 MSEK årligen. AW Technic ökar omsättningen med 50 % under Q2-18 och har under kvartalet tecknat större affärer med stora internationella koncerner. TC Connect Sverige har vunnit ett antal större upphandlingar och i samband med den senaste tidens bränder i Sverige har utrustning och system till säkerhetstjänsten levererats även efter periodens slut.

Sammanfattningsvis tynger Norge koncernen, medan framförallt Mysec och AW Technic utvecklas starkt. TCECUR guidar för att ett flertal projekt kommer att levereras under H2-18, där en del ligger närmare Q4-18.

Fortsätter leta efter förvärv

TCECUR letar fortsatt efter förvärv vilka kan agera både som komplement till koncernens nuvarande dotterbolag, och som fristående större lönsamma bolag. I sitt VD-ord skriver Ole Oftedal att den pågående konsolideringen av säkerhetsindustrin öppnar upp för tydliga möjligheter att finna lämpliga förvärv. En viktig faktor för att kunna genomföra attraktiva förvärv är att ha finansieringen på plats, en fråga som TCECUR arbetar med och utifrån ett antal olika alternativ.

Justeringar av prognoser

Vi har valt att justera ner våra prognoser för Koncernen för helåret 2018. Motiveringen till detta är primärt att de förvärv vi räknar med kommer ske, antas ske senare i år än vad vi utgått från i tidigare analys. Utmaningen för TCECUR är inte bara att identifiera bra förvärv, utan att även få till en finansieringslösning. Organiskt är vår prognos relativt oförändrad för Koncernen som helhet.

Resultaträkning 2018 helår, TCECUR – Analyst Groups prognos	Före Q2-18	Efter Q2-18	Förklaringen till förändringen är primärt att TCECUR ännu ej genomfört ett ytterligare förvärv efter Mysec, vilket vi räknat med. Organiskt är prognosen relativt oförändrad.
Nettoomsättning	237,9	196,9	
Bruttoresultat	109,8	90,0	
Bruttomarginal	46,2%	45,7%	
EBITDA	19,9	6,3	
EBITDA-marginal	8,3%	3,2%	
EBIT	17,2	4,1	
EBIT-marginal	7,2%	2,1%	

Aktien föll kraftigt på Q2-rapporten och stängde på 27,35 kr, motsvarande en nedgång om ca 25 %. Till senast betald kurs 26,40 kr/aktie (2018-09-12) värderas TCECUR 12 månader rullande till P/S 0,6 och EV/S 0,6. Notera att dessa nyckeltal inte är pro-forma-justerade med hänsyn till Mysec. Vid inkludering av pro-forma-omsättning hade värderingen varit lägre. Om TC Connect Norge kan öka omsättningen, och de svenska dotterbolagen fortsätter prestera bra borde det finnas en potentiell uppsida från dagens nivåer. Kan dessutom TCECUR lösa finansiering och genomföra ytterligare förvärv, kan det utgöra ytterligare värde drivare.

Scenario – potentiellt värde per aktie	Värdering före Q2-18	Rådande värdering efter Q2-18
Base	43	40
Bull	58	58
Bear	17	19

INVESTERINGSIDÉ

TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. Via organiskt samt förvärvsdriven tillväxt prognostiseras TCECUR omsätta ca 197 MSEK och 330 MSEK år 2018 respektive 2019, med en EBITDA-marginal omkring 3 % respektive 8 %. Givet en målmultipel om EV/EBITDA 13, härledd från en relativvärdering, samt antagen utveckling av Koncernens kapitalstruktur, ger det ett potentiellt värde om 40 kr per aktie på 2019 års prognos. Utrymme för uppvärdering bedöms således finnas från dagens nivåer. I dagsläget är likviditeten i aktien låg och skulle t.ex. nuvarande huvudägare TPE AS (ca 59 %) sälja delar av innehavet skulle likviditeten kunna öka. Det skulle potentiellt kunna bidra till att ge större utrymme för uppvärdering.

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 (2017) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 207 mdUSD år 2016 till ca 373 mdUSD år 2022, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 10,2%. TCECUR adresserar flera branscher och aktörer där kraven på säkerhet är hög, bl.a. inom off shore-industrin i Norge, globala finansinstitut, energianläggningar, stora produkt- och tjänsteföretag, samhällskritiska organisationer m.fl.

10,2 %
I ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT

TCECURs 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 biometrisk säkerhetssystem inom övervakning, passersystem, larm och kontrollrum. 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.

Ledningsgrupp och styrelse

Ole Oftedal, nuvarande VD för koncernen TCECUR AB, har lång erfarenhet både som företagsledare och entreprenör. Han har bl.a. varit ordförande och VD i Cabonline (2014-2016), en av Europas ledande teknik- och serviceleverantörer till taxi- och transportbranschen med en omsättning omkring 6 mdSEK. Ole har även erfarenhet från projekt i samverkan med riskkapitalbolag som EQT och Nordic Capital. Henrik Nordin, CFO, har lång erfarenhet från börsnoterade internationellt ägda bolag och har varit aktiv i tidigare företagstransaktioner. I styrelsen finns personer med kompetenser inom olika fält med erfarenheter från både mindre och större organisationer. Dessutom består nuvarande dotterbolag av ledningspersoner med lång erfarenhet i sin bransch, något som stärker förtroendet.

Koncernstruktur och nya förvärv motiverar uppvärdering

Likt Lagercrantz, Indutrade och Addtech har TCECUR möjligheten att identifiera förvärvsobjekt till låga värderingsmultiplar (t.ex. 5-7 gånger rörelsevinsten), vartefter de förvärvade bolagen får samma värdering som det förvärvande bolaget efter att de konsoliderats med koncernen, dvs. multipelarbitrage. I ett Base-scenario prognostiseras TCECUR omsätta ca 197 MSEK och 330 MSEK år 2018 respektive 2019, med ca 3 % respektive 8 % EBITDA-marginal. Baserat på en relativvärdering, används EV/EBITDA 13 som målmultipel. Givet antagen kapitalstruktur, erhålls ett potentiellt värde om 40 kr per aktie på 2019 års prognos. Värderingen baseras på att antagna händelser inträffar och värderingen utvärderas löpande.

~197 MSEK
FÖRVÄNTAS
OMSÄTTAS
ÅR 2018

Den förvärvsdrivna tillväxten förväntas påverka kapitalstrukturen i Koncernen

TCECUR avser göra flera förvärv och beroende på finansieringslösning förekommer olika risker. Om Koncernen avser använda sig av emitterade aktier som betalningsmedel, kommer det ske en utspädning av antalet aktier i TCECUR. Det medför att TCECUR är exponerade mot aktiekursen, där en sjunkande aktiekurs skulle (allt annat lika) innebära att fler aktier skulle behövas emitteras för att uppnå samma köpeskilling. Samtidigt, i ett sådant scenario, kan det tänkas att TCECUR inte gör lika många förvärv, eller att förvärven är av mindre storlek. Genom att använda sig av en större andel likvida medel, t.ex. genom banklån, mezzanin-finansiering m.m., minskar utspädningseffekten.

BOLAGSBESKRIVNING

+150
AVANCERADE
OCH
KOMPLEXA
PROJEKT
GENOMFÖRDA

TCECUR är en säkerhetskoncern med huvudkontor i Stockholm, som erbjuder helhetslösningar inom digital kommunikation, övervakning, passersystem och biometri. Koncernen består idag av tre dotterbolag och under de senaste tio åren har TCECUR genomfört över 150 avancerade och tekniskt komplexa projekt med kunder som H&M, Spotify, Johnson & Johnson, Citibank m.fl. Rullande 12 månader omsätter Koncernen ca 160 MSEK och TCECUR har en global närvaro med marknadsledande position i Norge och en väl etablerad position i Sverige.

TCECUR ska utveckla nuvarande dotterbolag organiskt med satsningar på försäljning och ett utökat produktprogram. Koncernen har dessutom en uttalad strategi att förvärva närliggande företag inom säkerhet, för att stärka kunderbjudande ytterligare. De förvärvade bolagen ska vara lönsamma tillväxtföretag, t.ex. likt AW Technic AB och Mysec Sweden AB (se nedan) som förvärvades augusti 2017 respektive mars 2018. Dotterbolagen agerar fristående under egen ledning och utvecklingsstrategier. En decentraliserad organisation bedöms skapa goda förutsättningar för tillväxt och effektiv integrering av nya förvärv av nischade teknikföretag inom säkerhetsbranschen.

Finansiella mål Koncernen

TCECUR uttalade i samband med kvartalsrapporten för Q3-17 följande långsiktiga finansiella mål:

- **Tillväxt:** den genomsnittliga omsättningstillväxten ska över en konjunkturcykel uppgå till 10 %.
- **Lönsamhet:** den genomsnittliga EBITA-marginalen ska över en konjunkturcykel uppgå till 10 %.

Via ett åtgärdsprogram som kommunicerades i samband med Q3-17, ska kostnadsnivån minskas med 7 MSEK genom personalnedskärningar, avveckling av kontor och minimering av koncernkostnader. Programmet avser den norska verksamheten TC Connect Norge.

Dotterbolag i Koncernen

AW Technic

VD Per Lindstrand

Den 1 augusti 2017 förvärvades samtliga aktier i Access World Technic AB som är ett svenskt säkerhetsbolag med verksamhet inom övervakning, identifikation, biometri och passersystem. AW Technic har världsledande leverantörer som Honeywell, Tyco Software House, Techsphere, HID Global, Axis och American Dynamics. Kunderna är bl.a. OKG, H&M, Citibank, Johnson & Johnson, GoPro och Spotify. AW Technic arbetar efter affärsmodellen att leverera, driftsätta och bedriva service samt support till sina kunder och företaget. Under 2017 fördubblade företaget sin omsättning.

MYSEC

VD Toste Hedlund

Den 13 mars 2018 meddelade TCECUR att de ingått avsiktsförklaring med Mysec Sweden AB om förvärv (tillträde skedde 1 mars 2018). 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.

TC Connect-bolagen agerar helhetsleverantörer inom kommunikations- och säkerhetssystem och tar ett långsiktigt helhetsansvar för installation, säkerhet, drift och support. Kunder är exempelvis de som har samhällskritiska roller som sjukhus, polis, kärnkraftverk, flygplatser, tunnelbana och oljeplattformar. Exempel på kunder är Statoil, Vattenfall och Siemens. Dotterbolagen bedrivs separat under egen ledningsgrupp och med olika affärs- och intäktsmodeller.

TC CONNECT Sverige

VD Robert Birgersson

TC Connect Sverige bedriver, relativt TC Connect Norge, 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 även förväntas leda till kostnadssynergier, såväl som ökade intäkter.

TC CONNECT Norge

VD Ansgar Birkeland

TC Connect Norge adresserar, relativt en TC Connect Sverige, en mer mogen marknad med där projekten sträcker sig över en lång leveranstid. Företaget arbetar med bl.a. norska vägverket för regionerna Finnmark och Rogaland, Statoil, Avinor (terminal- och kontrollrumslösningar för Bergen flygplats) och Oslos spårväg.

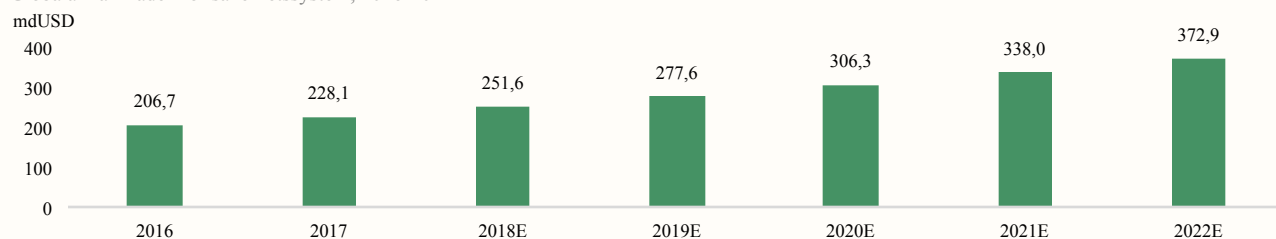
MARKNADSANALYS

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 (2017) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 207 mdUSD år 2016 till ca 373 mdUSD år 2022, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 10,2%.¹

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

Globala marknaden för säkerhetssystem, 2016-2022E



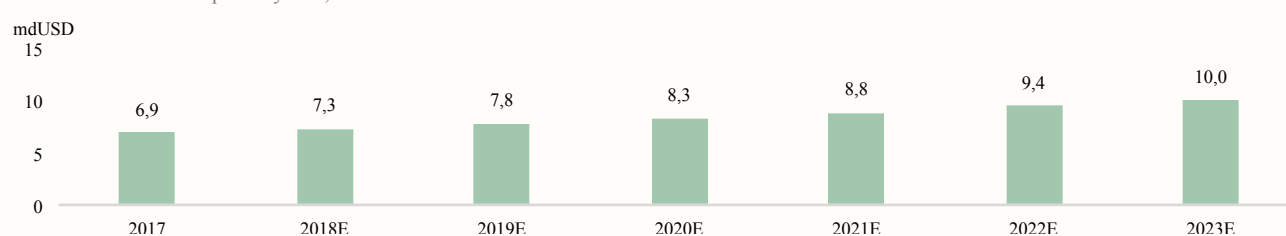
Källa: MarketsandMarkets, 2017.

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 2023.² 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 10 mdUSD år 2023, motsvarande årlig tillväxttakt (CAGR) 6,5 %.³ 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, 2016-2022E



Källa: MarketsandMarkets, 2017.

Enligt MarketsandMarkets uppskattas marknaden för videoövervakning växa från 30,4 mdUSD 2016 till 75,6 mdUSD år 2022.⁴ 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, 2017, Security Solutions Market worth 372.90 Billion USD by 2022.

²Security World Market, 2018, Global wireless alarm market to experience healthy growth

³MarketsandMarkets, 2017, Access Control Market by Component - Global Forecast to 2023

⁴Security World Market, 2017, Video surveillance market to double in revenue by 2022

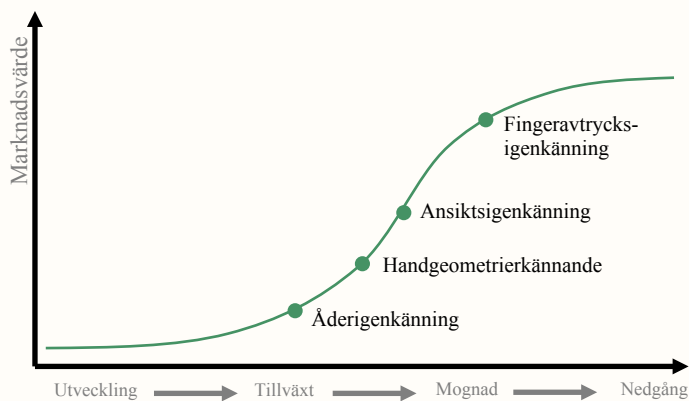
MARKNADSANALYS

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 befinna sig i olika skeden av produktlivscykel. Technavio (2016) prognostiserar att biometrimarknaden inom detaljhandeln kommer växa med omkring 22 % årligen (CAGR) från 2020, och Tractica (2016) spår att marknaden kommer växa med 22,9 % årligen (CAGR) perioden 2016-2025.^{1,2}

Beroende på biometrilösning förväntas olika tillväxttakter framgent.

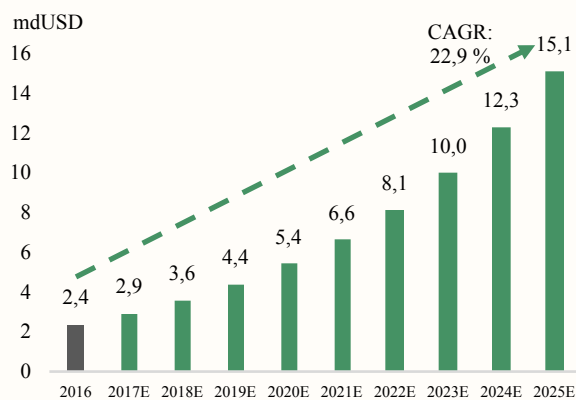
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: Technavio (2016) och TCECUR (2017)

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden

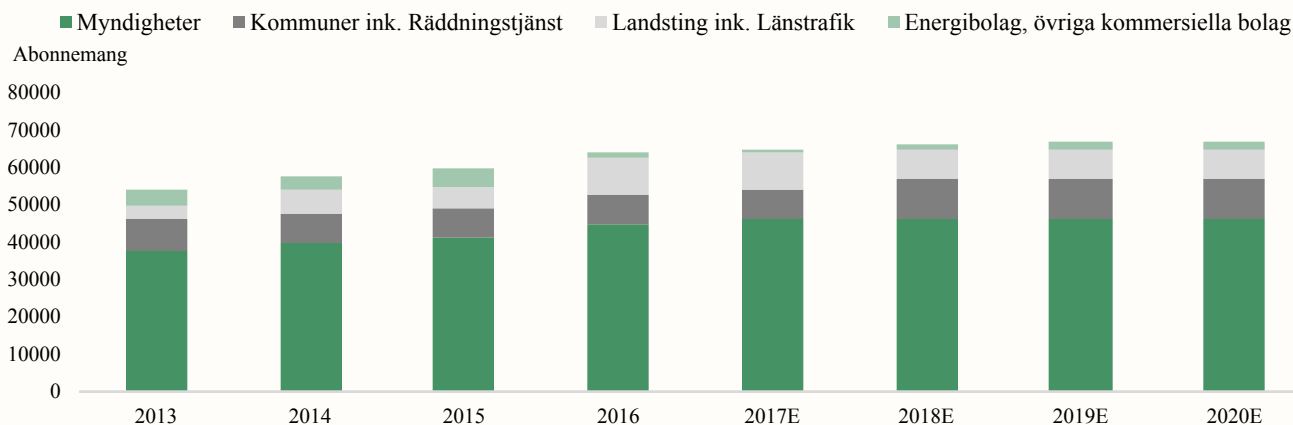


Källa: Tractica (2016)

I Sverige och Norge finns RAKEL respektive Nødnett vilket är nationella system för räddningstjänsten. Båda är TETRA-baserade (*TERrestrial TRunked Radio*), vilket är en standard för mobila radiosystem som används främst inom polis-, sjukvårds- och räddningstjänstarbeten.

Antalet RAKEL-abonnemang förväntas öka kommande åren, där myndigheter förväntas stå för merparten.

Prognos över abonnemangutveckling för RAKEL



Källa: MSB (2016), Regeringskansliet (2017) och TCECUR (2017)

¹Technavio – Global Biometrics Market in the Retail Sector, 2016

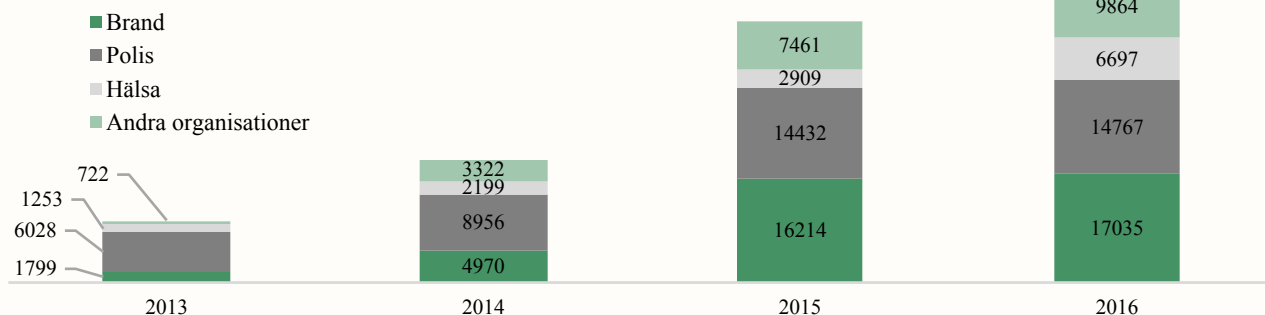
²Tractica – Biometrics Markets Forecast, 2016

MARKNADSANALYS

Nødnett används i fler än 1,4 miljoner samtal per månad och under 2016 har antalet radioterminaler i användning ökat från ca 41 000 till knappt 48 400.

I Norge har antalet radioterminaler som används via Nødnett ökat kraftigt senaste åren.

Radioterminaler i användning Nødnett



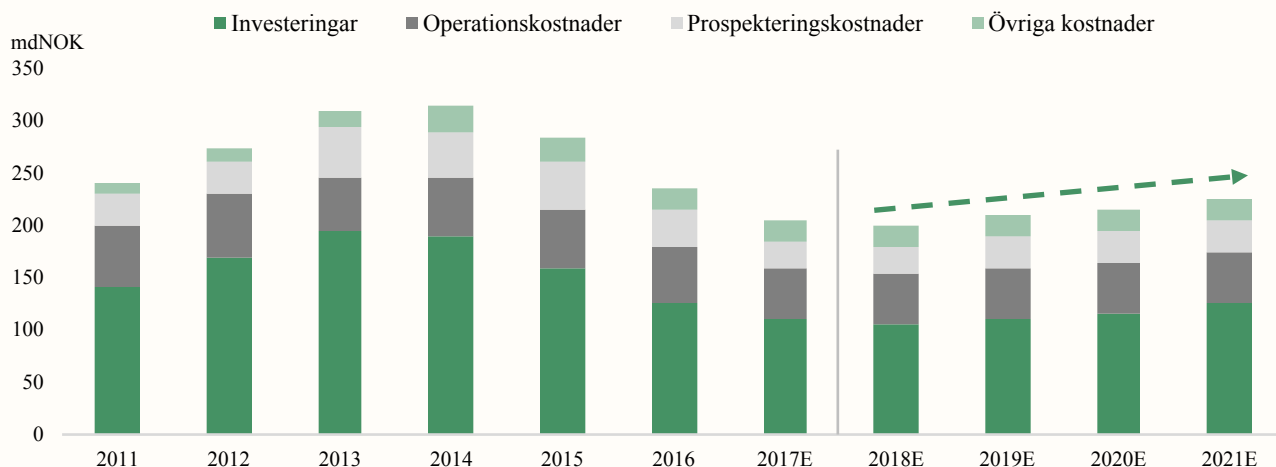
Källa: Nødnett Norge (2016)

Norge har en infrastruktur som består av ett stort antal tunnlar. I den offentliga tjänstesektorn finns ett behov av kommunikationslösningar för utrymmen med svag täckning. I Norge finns omkring 1 200 befintliga tunnlar och 45 tunnlar under konstruktion. Under kommande år finns dessutom planer på att bygga ytterligare ca 100 tunnlar. Enligt angiven EU-standard ska tunnlar hålla vissa säkerhetsnivåer, där bl.a. 200 tunnlar i Norge ska uppgraderas till denna standard.

Kommunikationssystem med hög säkerhet och stabil funktion är av stor vikt i verksamheter som bedrivs i en kritisk miljö. Oljeplattformar och dess verksamhet är av sådan karaktär och kraven på säkerhet är hög, något som driver tillväxten av säkerhetslösningar levererade till dessa aktörer. I Norge finns omkring 140 oljefält varav 30 kategoriseras som framtida projekt. Enligt Norwegian Petroleum Directorate (NPD) uppgick totala investeringar inom olja- och gasindustrin till 233,5 mdNOK under 2016.¹ Det är 47 mdNOK mindre jämfört med 2015, vilket förklarades av ett lägre oljepris. Investeringarna väntas fortsätta minska något, för att stiga igen från 2018 och framåt.

Investeringar i oljeindustrin är korrelerade med priset på olja. Efter sjunkande investeringar förväntas investeringar stiga från 2018 och framåt. Utvecklingen nedan avser den norska marknaden.

Planlagd oljeinvestering Norge



Källa: Norwegian Petroleum Directorate (NPD) (2016)

¹Norwegian Petroleum Directorate

FINANSIELL PROGNOSES

AW Technic AB

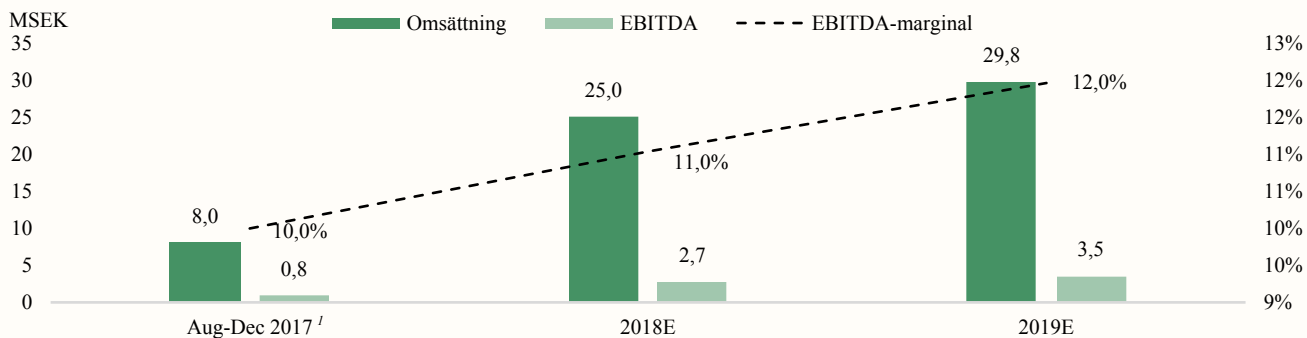
Företaget tillhandahåller säkerhetslösningar inom övervakning, passersystem, identifikation och biometri, med kunder både i Sverige och övriga Europa. AW Technic har som affärsmodell att från ledande teknik- och mjukvaruleverantörer leverera, driftsätta och teckna serviceavtal för kunder med höga krav på säkerhetslösningar. 2016 uppgick omsättningen till 8,8 MSEK, med ett EBIT-resultat om 1,8 MSEK, motsvarande en marginal om ca 20 %. Under 2017 ökade omsättningen med mer än 100 %. Om det antas att omsättningen för helåret 2017 uppgick till 20 MSEK, kan det antas att TCECUR tillfördes ca 8 MSEK 2017 med tanke på att tillträde skedde den 1 augusti 2017. Till följd av den kraftiga tillväxten antas marginalerna ha fallit, där en EBITDA-marginal om ca 10 % motsvarar ett EBITDA-resultat om 0,8 MSEK som tillfördes Koncernen under 2017. Framgent antas en svagt stigande rörelsemarginal, vilket motiveras av att förväntad tillväxt kommer hålla ned marginalerna.

Med tanke på att AW Technic tillhandahåller biometriska lösningar, en marknad som förväntas fortsätta växa i hög takt framgent, bedöms företaget ha de marknadsmässiga förutsättningar att växa. Dock är marknaden fortfarande relativt omogen, vilket kan hålla tillbaka tillväxten närmaste åren. Dessutom är AW Technic fortfarande en relativt liten aktör på marknaden. För perioden 2018-2019 antas en konservativ omsättningstillväxt.

Senaste åren, baserat på offentligt tillgänglig information, har AW Technic haft en bruttomarginal som legat omkring 60 % och ibland uppåt 70 %. Sett till hur liknande branschbolag ser ut bedöms detta dock ej långsiktigt gångbart, varför under prognosperioden en genomsnittlig bruttomarginal om ca 45 % antas. Närmaste åren förväntas AW Technic kunna fortsätta växa lönsamt.

AW Technic verkar inom biotrimarknaden, en marknad som förväntas växa framgent och ge dotterbolaget medvind.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2019E, AW Technic, Base-scenario



Analyst Groups prognos

¹Detta är Analyst Groups uppskattning.

TC Connect Sverige AB

I Q2-rapporten 2018 framgår att omsättningen för perioden uppgick till 42,8 MSEK, varav den norska och svenska verksamheten stod för 22,1 MSEK respektive 20,7 MSEK. Den svenska verksamheten, bestående av TC Connect Sverige och AW Technic, samt Mysec Sweden som ingår i Koncernen per den 1 mars 2018, stod alltså för 48,3 % av redovisad omsättning.

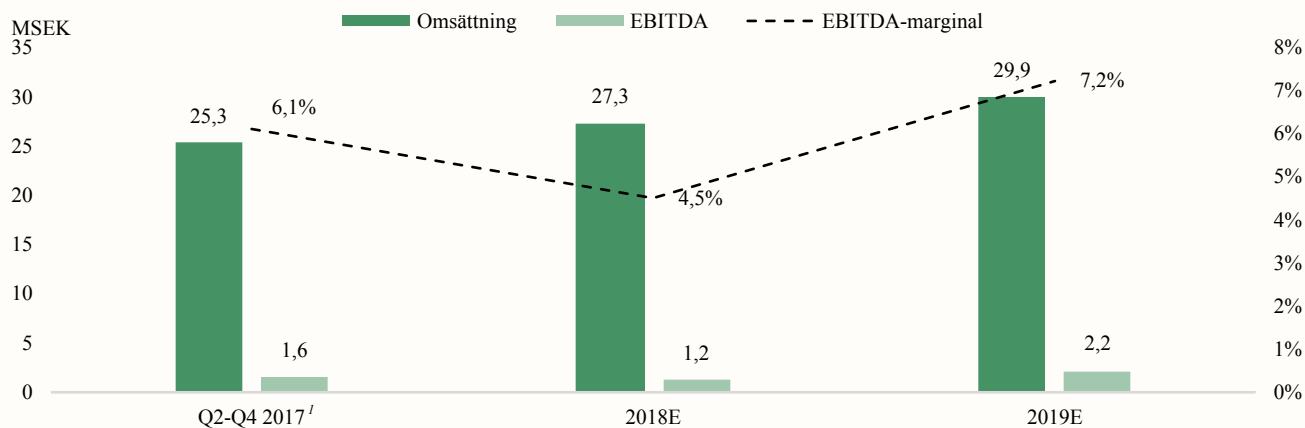
Under 2017 uppskattas AW Technics omsättning ha uppgått till 20 MSEK, vilket i genomsnitt blir 5 MSEK/kvartal. Baserat på 50 % tillväxt under Q2-18, vilket framgår i rapporten, kan det uppskattas att AW Technics omsättning under Q2-18 uppgick till ca 7,5 MSEK. Således återstår 13,2 MSEK att fördela mellan Mysec och TC Connect Sverige. Ingen exakt information framgår i Q2-rapporten, men baserat på VD-ordet tolkas det som att Mysec har haft en högre tillväxt relativt TC Connect Sverige. Därmed antas en 60/40 fördelning under Q2-18. Vi utgår därmed från att TC Connect Sverige stod för ca 5,3 MSEK, AW Technic 7,5 MSEK och Mysec Sweden 7,9 MSEK.

Under Q2-18 uppgick EBITDA-resultatet för den svenska delen av Koncernen till -2,6 MSEK. Både AW Technic och Mysec antas ha en högre marginal än TC Connect Sverige.

FINANSIELL PROGNOSS

TC Connect Sverige förväntas kunna växa organiskt.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2019E, TC Connect Sverige, Base scenario



Analyst Groups prognos

¹Se analys publicerad 2018-03-22 för härledning, vilket ges på sida 10.

TC Connect Norge

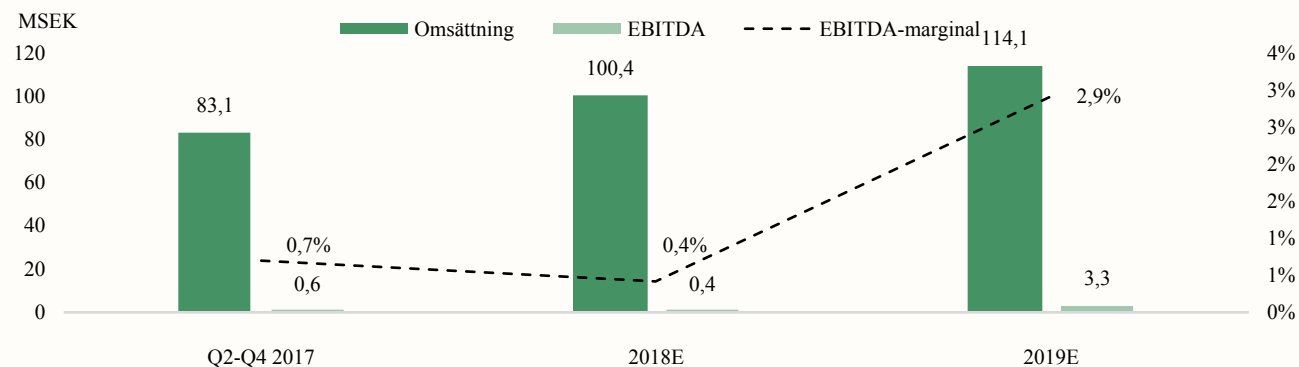
Företaget bedriver projekt med lång leveranstid och med höga ordervärden, och förväntas kunna växa dels till följd av pågående projektarbeten, dels i form av nystartade projekt. Flera nya avtal har tecknats under 2017-2018, som för den norska verksamheten bl.a. innefattade kunder som Gardermoen Flygplats, ett ramavtal med norska hälsomyndigheten och med Statoil för Johan Castberg-oljefält, order av Statoil gällande uppgradering av kommunikationssystemet på Johan Sverdrup-fältet och service- och supportavtal med en av världens största oljeproducenter. Det kan nämnas att det årligen investeras miljardbelopp i den norska "off-shore-verksamheten". TC Connect Norge har en historik av flera levererade kundprojekt, något som kan innebära goda chanser till ytterligare nya projekt och därmed ökad omsättning.

2017 stod den norska verksamheten under perioden 2017-04-01 till 2017-12-31 för 83,1 MSEK av omsättningen, med ett EBITDA-resultat om 0,6 MSEK. Under Q2-18 stod verksamheten för 22,1 MSEK av omsättning, med ett EBITDA-resultat om -2,4 MSEK. Det ska nämnas att det under kvartalet fanns engångskostnader om 2,8 MSEK.

Under prognosperioden 2018-2019 antas TC Connect Norge ha en bruttomarginal omkring 40 %. I prognoserna antas uttalade kostnadsbesparingar få genomslag för helåret 2018 och framåt, något som förbättrar rörelsemarginalen i företaget.

TC Connect Norge har haft svårigheter och det är viktigt att kostnadsbesparingsprogrammet om 7 MSEK, och det ökade fokuset på lönsamhet under 2018, får den effekt som Koncernen kommunicerat, så att marginalerna kan stiga.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2019E, TC Connect Norge, Base scenario



Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSE

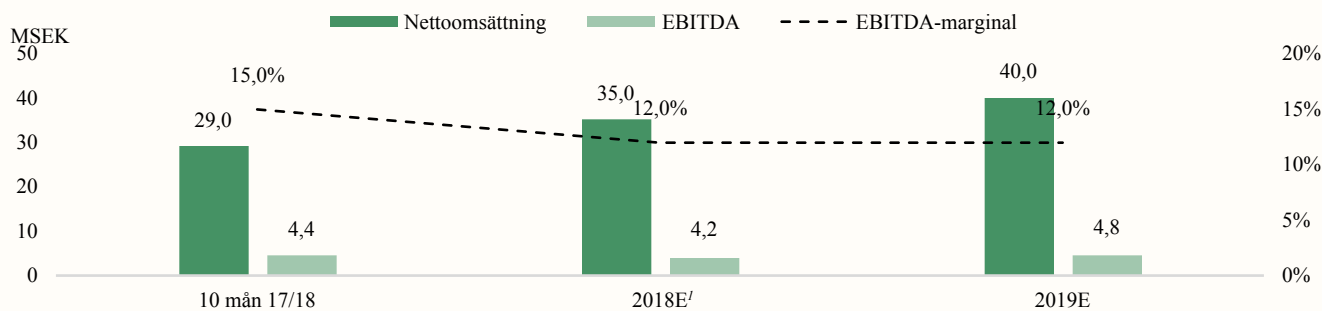
Mysec Sweden AB

Mysec utvecklar, installerar, driftar och underhåller avancerade säkerhetssystem till företag och den offentliga sektorn. Mysec innehar ett kvalitet- och miljöledningssystem, ISO 9001 och 14001. Mysec är av Svensk brand och säkerhetscertifiering SBSC, certifierad anläggning för inbrottslarm SSF 1015 larmklass 1-3, automatiska brandlarm, SBF 1008:2 och för CCTV (kameraövervakning), SSF 1061. Mysec Larmportal är en egenutvecklad produkt som digitaliserar och effektiviserar säkerhetsbranschen. Med en stark position i Stockholmsregionen har företaget byggt långvariga kundrelationer med dokumenterat hög leverans kvalitet. Viktiga större kunder är Arla, SISAB, ICA, Botkyrka kommun, Stockholms Stad, SATS, och en större svensk klädkedja.

Från maj 2017 till februari 2018 uppgick omsättningen till ca 29 MSEK, med en EBITDA-marginal om ca 15 %. Mysec har växt stabilt med 5-8 MSEK per år sedan 2013. Försäljningen prognostiseras fortsätta öka under 2018-2019, men med något lägre lönsamhet som konsekvens av tillväxten.

Vi ställer oss positiva till senaste förvärvet av Mysec som förväntas fortsätta växa i god takt med bra lönsamhetsnivå.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2019E, Mysec Sweden AB, Base scenario



Analyst Groups prognos

¹Med hänsyn till tillträdesdag 1 mars antas 83 % tillfalla Koncernen för räkenskapsåret 2018.

Nya förvärv förväntas mellan 2018 och 2019

TCECUR förväntas göra flera förvärv framgent vilket förväntas bidra till att Koncernen växer. I samband med kvartalsrapporten Q3-17 kommunicerade TCECUR att de vill upprätthålla en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % över en konjunkturcykel, med en EBITA-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.

I augusti 2017 förvärvade TCECUR företaget AW Technic, och mars 2018 ingicks avsiktsförklaring om att förvärva säkerhetsföretaget Mysec, där tillträde skedde den 1 mars 2018.

	Access World Technic AB	Mysec Sweden AB
Omsättning	År 2017: 20 MSEK ¹	10 månader 17/18: 29 MSEK
EBITDA	År 2017: 2 MSEK ¹	10 månader 17/18: 4,4 MSEK
EBITDA-marginal	10 % ¹	15 %
Initial köpeskilling erlagd av TCECUR AB	8 MSEK	25 MSEK (varav 10 MSEK i aktier)
Prestationsbaserad ersättning, vilken tillkommer givet visst resultat	5 MSEK	10 MSEK

¹Nivån är en uppskattning av Analyst Group för helåret 2017, då faktisk omsättning och lönsamhet inte kommunicerats av TCECUR i samband med bokslutskommunikén 2017. Beräkningar utgår från AW Technic helår, och inkluderar således tiden före TCECUR tillträde företaget i augusti 2017.

Givet gjorda beräkningar för AW Technic görs förvärvet till 0,7x försäljningen och 6,5x EBITDA, inklusive prestationsbaserad ersättning. Köpet av Mysec görs till 0,9x försäljningen och 7,6x EBITDA på 2018 års prognos (härledd av Analyst Group).

FINANSIELL PROGNOSES

För framtida potentiella förvärv i liknande storlek antas TCECUR i genomsnitt betala 1x försäljningen eller 5x EBITDA. Det kan vara rimligt att anta att onoterade bolag som förvärvas har en lägre värdering än TCECUR som är en noterad koncern. Vid större förvärv kan förvärvsmultiplarna komma att skruvas upp.

TCECUR har olika finansieringsmöjligheter, där likt tidigare förvärv en kombination av kassa och aktier antas utgöra betalningsmedel. Hur kombinationen ser ut kan variera, men framgent antas i genomsnitt ett 30/70-upplägg gälla, d.v.s. 30 % av köpeskillingen betalas med aktier, 70 % med likvida medel. Vid förvärvstillfället antas ingen nämnvärd transaktionskostnad tillkomma.

Vad TCECURs aktie värderas till vid förvärvstillfället, avgör hur många aktier Koncernen måste emittera. En lägre aktiekurs innebär att fler aktier måste emitteras, medan en högre aktiekurs innebär motsatsen. Vad TCECURs aktiekurs kommer stå i vid förvärvstillfället går inte att säga, varför ett antagande måste göras. I prognoserna för förvärven appliceras senaste betald kurs (2018-09-12) som värdet på TCECURs aktie vid framtida förvärvstillfälle. Det är ett implicit antagande att nuvarande aktiekurs kommer konsolideras och inte röra sig. Den här analysen, och tillhörande räkneexempel, kommer således löpande uppdateras utifrån rådande aktiekurs, vilket i sin tur påverkar kapitalstrukturen i Koncernen och värderingen. Avslutningsvis kan det sägas att det är ett konservativt antagande då en modell baserad på högre aktiekurs hade "gynnat" värderingen till följd av lägre utspädning.

TCECUR har olika alternativ för att erhålla likvida medel, t.ex. banklån, mezzanin-finansiering m.m. I gjorda beräkningar antas banklån gälla, där en branschmässig räntesats kan tänkas råda. För en aktieägare är detta positivt, i den bemärkelsen att det inte resulterar i utspädning.

Under 2018 förväntas ytterligare två förvärv genomföras

Under 2018 prognostiseras TCECUR göra ytterligare två nya förvärv (utöver Mysec) verksamma inom säkerhetsbranschen. TCECUR antas under 2018 leta framförallt efter bolag med omsättning i nära linje med tidigare förvärv som AW Technic och Mysec. TCECUR antas identifiera två förvärvsobjekt som försäljningsmässigt är i nära linje med t.ex. Mysec. Vi utgår från att TCECUR även letar efter bolag som ligger minst i linje med Koncernens långsiktiga lönsamhetsmål, men gärna över. De två bolagen som antas förvärvas under 2018 antas ha följande genomsnittliga karaktärsdrag:

Typ av målföretag 2018	Input
Omsättning (MSEK) 2018	30,0
EBITDA-marginal	13 %

Givet att dessa förvärv görs till 1x omsättningen eller 5x EBITDA, motsvarar det en total köpeskillning som i genomsnitt uppgår till 49,5 MSEK för två förvärv. Följande källor för finansiering antas:

Finansiering av två förvärv	Input
Betalning i likvida medel (MSEK)	34,7
Betalning i aktier (MSEK)	14,9
Antal nya aktier att emittera	563 567
Antal utestående aktier 2018-12-31 ¹	4 348 775

¹Antal nyemitterade aktier till följd av betalning för förvärv, baseras på aktiekurs 2018-09-12.

Vid utgången av 2018 skulle då TCECUR bestå av totalt sex dotterbolag. Ett viktigt antagande som görs är att tidpunkten för tillträde av bolagen normaliseras till att ske omkring mitten av H2-2018, vilket innebär att endast 25 % av målföretagens räkenskaper konsolideras med Koncernen för helåret 2018.

**6 ST.
DOTTER-
BOLAG
ANTAS VID
UTGÅNGEN
AV 2018**

FINANSIELL PROGNOSS

Under 2019 prognostiseras ytterligare två förvärv

Under 2019 antas TCECUR göra ytterligare två förvärv av bolag verksamma inom säkerhetsbranschen. Relativt tidigare förvärvade bolag förväntas dessa förvärv ha en högre omsättning. Det kan vara rimligt att anta att förvärvens storlek ökar allteftersom Koncernen växer, där det blir mer och mer attraktivt även för större aktörer att ansluta sig. För 2019 antas målföretagen omsätta 50 MSEK vardera, vilket är 1,7x mer än de företag som antas förvärvas under 2018.

Bolagen som förvärvas under 2019 antas ha följande genomsnittliga karaktärsdrag:

Typ av målföretag 2019	Input
Omsättning (MSEK) 2019	50,0
EBITDA-marginal	15 %

Med tanke på att förvärvade bolag är större med högra lönsamhet antas en något högre värderingspremie råda. Givet en betalning motsvarande 1,2x omsättningen eller 6,5x EBITDA, motsvarar det en total köpeskilling som i genomsnitt uppgår till 108,8 MSEK för två förvärv. Följande källor för finansiering antas:

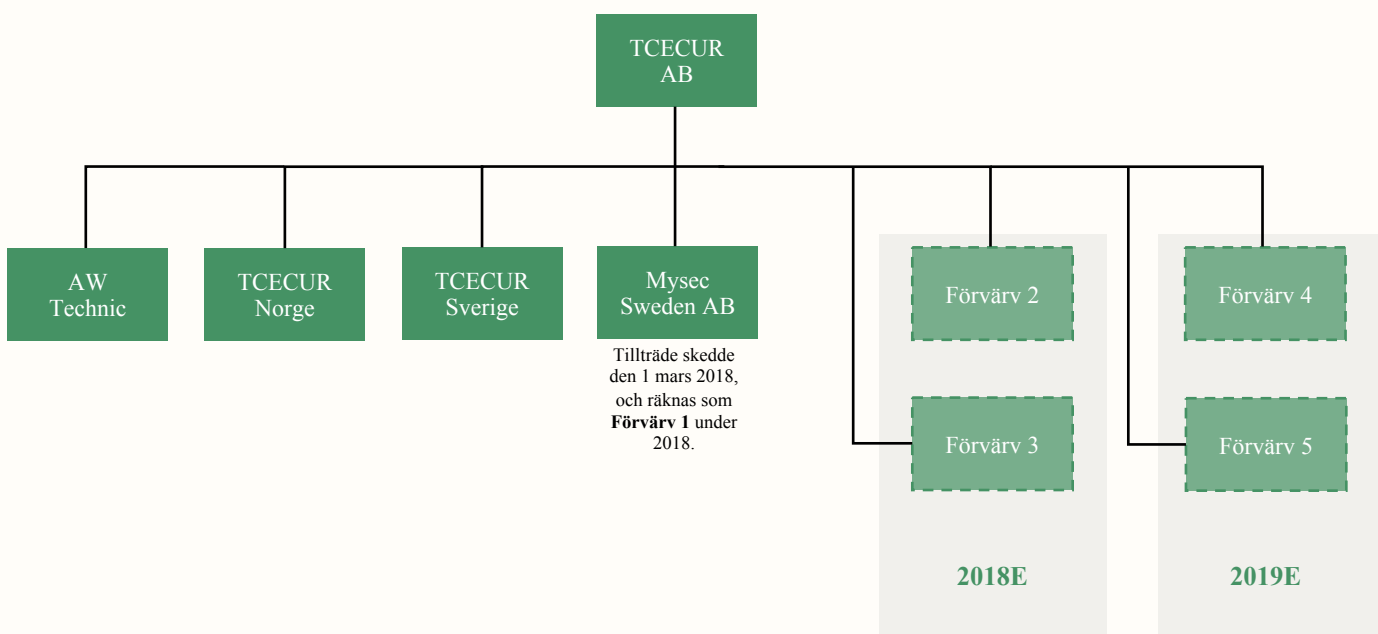
Finansiering av förvärv	Input
Betalning i likvida medel (MSEK)	76,1
Betalning i aktier (MSEK)	32,6
Antal nya aktier att emittera	1 238 140
Anta utestående aktier 2019-12-31 ¹	5 586 916

¹Antal nyemitterade aktier till följd av betalning för förvärv, baseras på aktiekurs 2018-09-12.

Vid utgången av 2019 skulle då TCECUR bestå av totalt åtta dotterbolag. Ett viktigt antagande som görs är att tidpunkten för tillträde av bolagen som förvärvas under 2019 normaliseras till att ske omkring mitten av 2019, vilket innebär att endast 50 % av målföretagens räkenskaper konsolideras med Koncernens räkenskaper för helåret.

TCECUR förväntas göra flera förvärv framgent och således öka storleken på Koncernen, som 2019 antas bestå av åtta dotterbolag.

Antagen utveckling av Koncernen



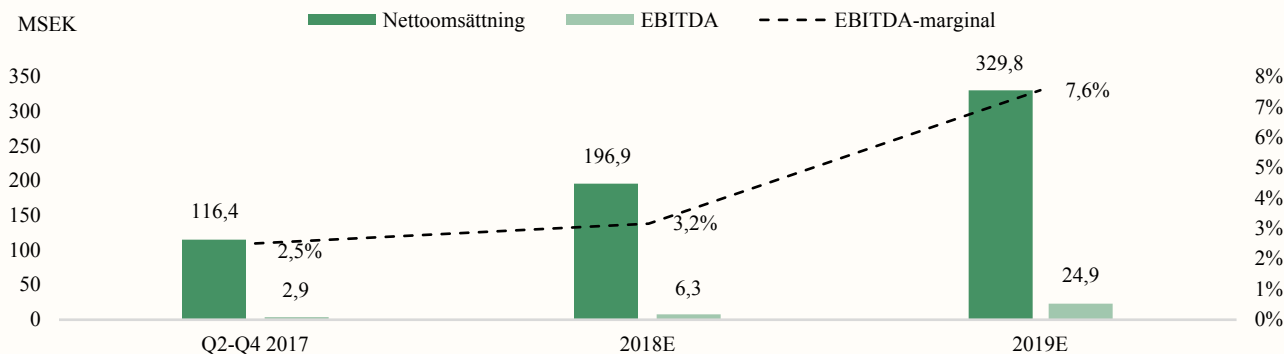
FINANSIELL PROGNOSS

Konsolidering av räkenskaperna

En värdering av TCECUR ska ske på koncernnivå, vilket innebär att dotterbolagens separata räkenskaper måste konsolideras till koncernnivå. Vid konsolidering implementeras inga synergieffekter på koncernnivå, då dessa till viss del redan tagits hänsyn till i prognoser för respektive dotterbolag. Gemensamma overhead-kostnader för Koncernen inkluderas i prognoserna.

Gjorda prognoser för nuvarande dotterbolag och potentiella förvärv förväntas resultera i att Koncernen växer lönsamt framgent.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2019E, TCECUR, Base-scenari



Analyst Groups prognos

Resultaträkning, TCECUR – Analyst Groups prognos	LTM	2018E	2019E
<i>Antal dotterbolag i Koncernen</i>	4	6	8
Nettoomsättning	161,1	196,9	329,8
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,0	0,0
Totala intäkter	161,5	196,9	329,8
Kostnad sålda varor	-84,6	-106,9	-171,6
Bruttoresultat	76,9	90,0	158,2
<i>Bruttomarginal</i>	47,5%	45,7%	48,0%
Rörelsekostnader	-80,3	-83,8	-133,3
EBITDA	-3,4	6,3	24,9
<i>EBITDA-marginal</i>	-2,1%	3,2%	7,6%
Av- och nedskrivningar	-4,2	-2,2	-4,9
EBIT	-7,6	4,1	20,1
<i>EBIT-marginal</i>	-4,7%	2,1%	6,1%
Finansnetto	-0,9	-1,4	-3,1
EBT	-8,6	2,7	16,9
Skatt	0,8	-1,7	-5,0
Nettoresultat	-7,7	1,0	11,9
<i>Nettomarginal</i>	-4,8%	0,5%	3,6%

TCECUR antas finansiera förvärv genom en kombination av aktier och likvida medel. Kassen, samt räntebärande skulder, kommer över tid förändras för Koncernen, dels via nuvarande dotterbolag, dels till följd av nya förvärv. Värderingen utgår från antal utestående aktier vid respektive årsskifte, samt antagna banklån som tecknats för att finansiera förvärven. Kassen för respektive år baseras på nuvarande kassa, i kombination med prognostiserat resultat. Baserat på detta värderas Koncernen till följande värderingsmultiplar på gjorda prognoser:

Nyckeltal, Base-scenari ¹	LTM	2018E	2019E
P/S	0,6	0,6	0,4
EV/S	0,6	0,8	0,8
EV/EBITDA	-30,8	24,4	10,0
EV/EBIT	-13,7	37,3	12,5
P/E	-13,0	118,1	12,4
VPA	-0,5	0,2	2,1

¹Baserat på de antal aktier som antas vara utestående för respektive period.

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.

Lagercrantz Group

P/S	EV/S
1,6	1,9
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
17,5	10,9 %

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. Gemensamt för bolagen är att de levererar till andra företag (B2B), att de arbetar med höga förädlingsvärden med hög kundanpassning, service, support och tjänster. Verksamheten är decentraliserad, där varje dotterbolag följer särskilda mål. Lagercrantz är noterade på Nasdaq Mid Cap, värderas till 5,8 mdSEK (2018-09-12) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 3,6 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 10,9 %.

Indutrade

P/S	EV/S
1,8	2,0
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
21,5	9,4 %

Indutrade marknadsför och säljer komponenter, system och tjänster med högt teknikinnehåll till industrin inom utvalda nischer. Koncernen skapar värde åt sina kunder genom att strukturera värdekedjan och effektivisera kundernas användning av tekniska komponenter och system. 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. Koncernen är således decentraliserad och dotterbolagen ges stor frihet. Indutrade är noterade på Nasdaq Large Cap, värderas till 27,7 mdSEK (2018-09-12) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 15,9 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 9,4 %.

ADDTECH

P/S	EV/S
1,5	1,7
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
19,2	8,8 %

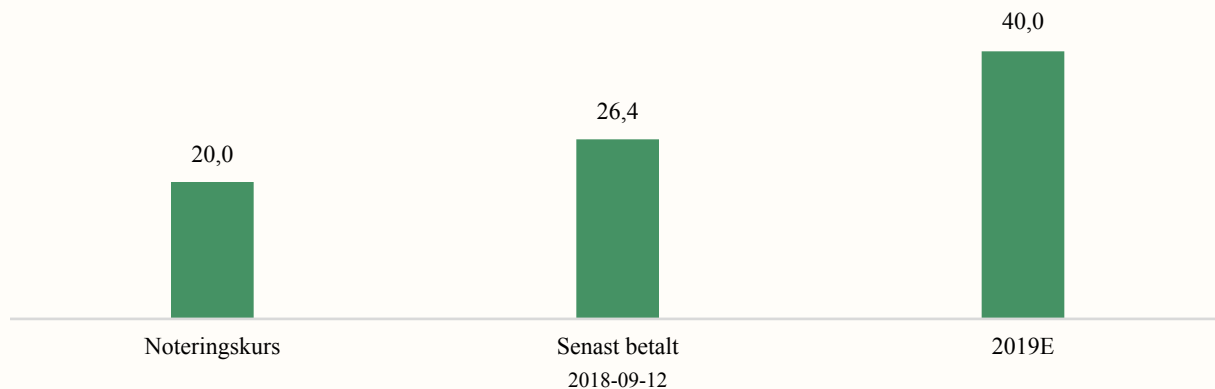
Addtech är en teknikhandelskoncern som ska tillföra tekniskt och ekonomiskt mervärde i länken mellan tillverkare och kund. Verksamheten består av ca 120 självständiga bolag som säljer högteknologiska lösningar, främst till kunder inom tillverkande industri och infrastruktur. Addtech växer bl.a. genom förvärv och organisationen är decentraliserad, där varje dotterbolag får stor frihet under uppsatta mål. Addtech är noterade på Nasdaq Mid Cap och värderas till 12,7 mdSEK (2018-09-12). 12 månader rullande försäljning uppgår till 8,4 mdSEK, med EBITDA-marginal 8,8 %.

Medelvärdet av ovan nämnda företags EV/EBITDA-multiplar är 19,4. 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 13 på 2019 års prognostiserade EBITDA-resultat som målmultipl. Med en EBITDA-resultat om 25 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) om ca 325 MSEK i ett Base scenario. Med hänsyn till antagen skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier efter nya förvärv, ger det en börsvärdering (Market Cap) om ca 220 MSEK, eller 40 kr per aktie.

40 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Givet EV/EBITDA 13 som målmultipl på 2019 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om 220 MSEK.

Potentiell aktievärdering på 2019 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

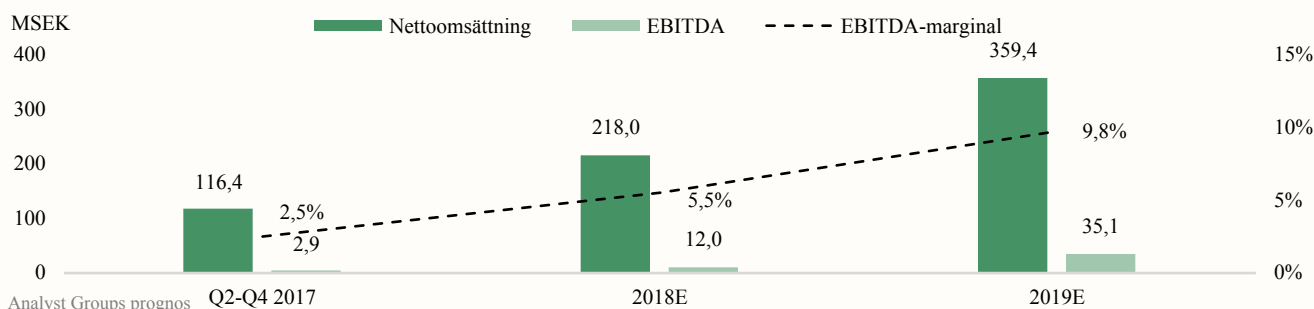
BULL & BEAR

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. AW Technic 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 AW Technics kundnätverk, d.v.s. försäljningssynergier kan uppstå. Även senaste förväret MySec förväntas växa i högre takt i detta scenariot. Även om försäljningen förväntas öka mer relativt angivet Base scenario, är inte dotterbolagen såpass skalbara i sin verksamhet att marginalerna förväntas stiga i samma takt. I ett Bull scenario antas dock marginalerna förbättras något. I ett Bull scenario antas TCECUR kunna identifiera större förvävsobjekt, mätt i omsättning, relativt angivet Base scenario.

En högre efterfrågan av befintlig, och potentiellt nya, produktmixar tillsammans med fler förvärv bidrar till ökad tillväxt.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2019E, TCECUR, Bull-scenario



58 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

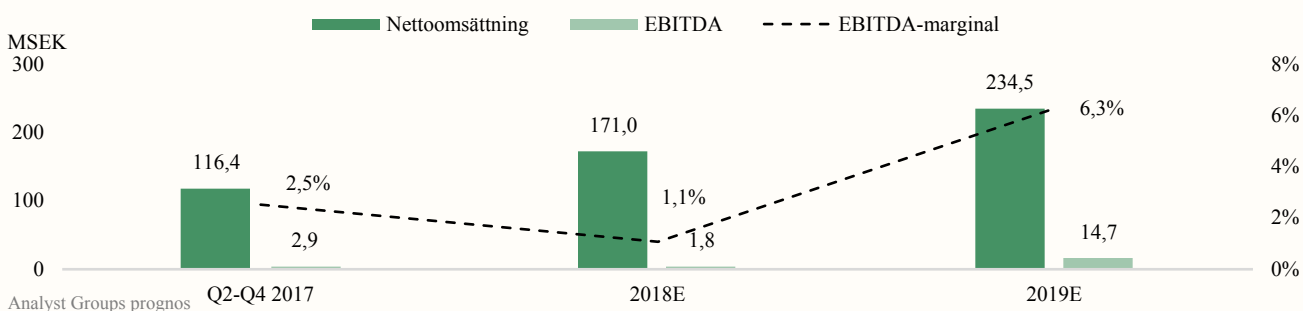
Med en målmultipel om EV/EBITDA 13 på 2019 års prognos erhålls en värdering om 58 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till antagen kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

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. I ett Bear scenario antas ett ytterligare förvärv under 2018 (exkl. Mysec), med omsättning <30 MSEK, och för perioden 2018-2019 antas TCECUR genomföra två förvärv vilka är i mindre storlek relativt tidigare angivna scenarion.

TCECUR Norge har mött utmaningar och det är viktigt att kostnadsbesparingsprogrammet får effekt, så att marginalerna kan stiga.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2019E, TCECUR, Bear scenario



19 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Med en målmultipel om EV/EBITDA 10 på 2019 års prognos, vilket är lägre än tidigare scenarion till följd av sämre utfall, erhålls en värdering om 19 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till antagen kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

VD-INTERVJU, OLE OFTEDAL



Andra kvartalet för 2018 är avklarat och rapporten är publicerad. Vad vill du lyfta fram som du är särskilt nöjd med, och vad tycker du att ni hade kunnat göra bättre?

Dotterbolagen TC Connect Norge, Mysec och AW Technic har stark ordergång och följer plan, vilket jag känner mig nöjd med. Samtidigt såg vi en lägre fakturering i Norge och extraordinära kostnader som uppstod bl.a. till följd av Mysec-förvärvet, vilket drar ner resultatet under kvartalet. Norges leverans och fakturering släpar och skapar en tillfällig nedgång. Det ska dock nämnas att TC Connect Norge är ett företag med lite större projekt och inte alltid en jämn månadsfakturering över året. Det gör att omsättningen kan hoppa mellan kvartalen. För Koncernen är resultatet inte helt i linje med plan, men differenserna är små och jag förväntar mig bättre kvartal 3 och 4 i år.

Skulle du kunna ge oss en sammanfattning om hur du ser på dotterbolagens utveckling under andra kvartalet?

- **TC Connect Norge:** mycket god ordergång, större projekt, tuffare konkurrens i projekten styrda av hårdvaruleverantörer. Men en god utveckling i egna nätverket och en upparbetad serviceorganisation skapar stabil bas.
- **TC Connect Sverige:** branden och inbrytning i den privata sektorn resulterade i nya affärsmöjligheter, orders från Billerud m.fl. är positivt ur ett försäljningsperspektiv, men också som referensaffärer. Utveckling av egna produkter låga volymer men god intjäning.
- **Mysec:** mycket god ordergång, saknar installationskapacitet, utnyttjar sin unika spjutspets i egen portal, stora kunder/komplexa installationer, utvecklat samarbete med kommuner ansvar för säkerhetslösningar.
- **AW Technic:** fortsätter att leverera på den internationella marknaden, följer svenska multinationella och säljer/installerar till världsledande koncerner i Europa. Bolaget har en unik kompetens i att koppla teknik och IT-system och att styra globala säkerhetssystem.

Hur ser du på dotterbolagens utveckling under kommande kvartal 2018?

Det ska nämnas att bolagen verkar i olika marknader och har således olika förutsättningar. Tillväxten och marginaler är mycket positivt i säkerhetsbolagens marknad, medan TC-bolagens radiomarknad har lägre tillväxt. Vi fokuserar ännu tydligare TC Connect Norge mot egna nätverket, serviceavtal och en starkt växande offshore marknad. Mysec och AW Technic har helt unika konkurrensfördelar genom egna produkter och lösningar och bygger organisation för att klara av den snabba tillväxten. Jag ser en god orderstock i främst Norge och Mysec, vilket säkrar en god höst.

Kan du ge någon information kring hur arbetet fortlöper med att identifiera nästa förvärv?

Vi letar förvärv som liksom AW Technic och Mysec har en unik position eller produkt, som särskiljer sig från konkurrenterna. Det finns fler mindre/medelstora företag inom säkerhetssektorn som växer och har en dokumenterad lönsam historia. Utmaningen ligger i att finna de unika, och samtidigt få en attraktiv finansieringslösning på plats.

Vad bedömer du är koncernens största utmaningar under resten av året?

Vi arbetar i en starkt expanderande marknad och vi söker finansiering för både organisk och förvärvsdriven tillväxt. Vi har dessutom en huvudägare i form av utländska fonder som redan vid noteringen för 1,5 år sedan sagt sig inte vara en långsiktig ägare. Vi arbetar intensivt med dessa frågor som är en förutsättning för att kunna växa och bygga en större företagskoncern. Den organiska tillväxten i främst Mysec och AW Technic har högsta prioritet och skapar på kort sikt det största värdet.

Om du för investerare fick belysa något som är extra viktigt att följa i TCECUR:s verksamhet under resterande del av 2018, vad hade det varit?

Ordergång och förändringen av aktieägarbasen.

Den 4 september 2018

LEDNING & STYRELSE



Ole Oftedal, VD, Affärsutvecklare och Styrelseledamot i TCECUR 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 äger 195 000 aktier (5,2 %) i TCECUR AB.*



Henrik Nordin, CFO TCECUR AB

Henrik har en lång och dokumenterad erfarenhet inom företagsledning och som CFO för börsnoterade och internationellt ägda bolag. Henrik har bl.a. Arbetat för Eltel Networks, United Technologies, STANLEY Securities (fd. Niscayah), Baltic Beverages och Schneider Electric. Vidare har Henrik dessutom arbetat som revisor på PWC. *Henrik äger inga aktier i TCECUR AB.*



Toste Hedlund, Verkställande Direktör Mysec Sweden AB

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 projektleddning. 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 äger 206 472 aktier (5,5 %) i TCECUR AB.*



Per Lindstrand, Verkställande Direktör AW Technic AB

Per är civilingenjör från Kungliga Tekniska Högskolan med inriktning datasäkerhet. Han har sedan 2012 drivit AW Technic 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 AW Technic har företaget genomfört installationer i Norden, England, Nederländerna, Tyskland och Frankrike. AW Technic har även lyckats uppnå den högsta certifieringsnivån, Platinum, som integratör för Honeywell. *Per äger 150 000 aktier (4,0 %) i TCECUR AB.*



Robert Birgersson, Verkställande Direktör TCECUR Sverige AB

Robert är VD för svenska dotterbolaget TCECUR Sverige. 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 äger inga aktier i TCECUR AB.*



Ansgar Birkeland, Verkställande Direktör TCECUR Norge A/S

Ansgar är VD för norska dotterbolaget TCECUR Norge. Han har över 30 års erfarenhet av ledarskap inom försäljning, marknadsföring och affärsutveckling, både för små och stora företag. Ansgar har i nästan 15 år arbetat inom TCECUR, där han under tiden haft olika roller. Innan TCECUR har han bl.a. erfarenhet inom försäljnings- och marknadsföringsansvar i Telenor/TBK (1986-1991). Ansgar har även varit VD för ett antal mindre företag i Norge med verksamheter inom elektronik, telekommunikation och dataindustri. Han har studerat vid Haugesund Business College samt Norwegian School of Management. *Ansgar äger 2500 aktier (0,1 %) i TCECUR AB.*

LEDNING & STYRELSE



Tommy Lundqvist, Styrelseordförande TCECUR AB

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 äger inga aktier i TCECUR AB.*



Malin Jonsson, Styrelseledamot TCECUR AB

Malin har arbetat i 20 år med Telia där hon haft ledande positioner inom mobil teleindustri. Hon har även haft internationella uppdrag, bl.a. som produktutvecklare och med ansvar för att etablera nya mobiloperatörer. Under sin karriär har Malin fått goda kunskaper från att leda kultur- och organisationsförändringar samt skapa tillväxt genom affärs- och produktutveckling. Hon har en Master inom Elektrisk Ingenjörsvetenskap från Chalmers University of Technology i Göteborg och en MBA från Warwick Business School i Storbritannien. *Malin äger 10 000 aktier (0,3 %) i TCECUR AB.*



Petter Lundgren, Styrelseledamot TCECUR AB

Petter har omkring 20 års erfarenhet som managementkonsult, där han varit verksam inom branscher som telekom, IT, detaljhandel och bank. Under sin karriär har Petter haft flera roller som styrelsemedlem och VD. Från 2014 arbetar Petter som Partner på Ascend. Han har tidigare arbetat inom Connecta (1992-2014) och Frontec (1997-1999). Han har studerat Social Science och Pedagogik vid Uppsala Universitet. *Petter äger 10 000 aktier (0,3 %) i TCECUR AB.*

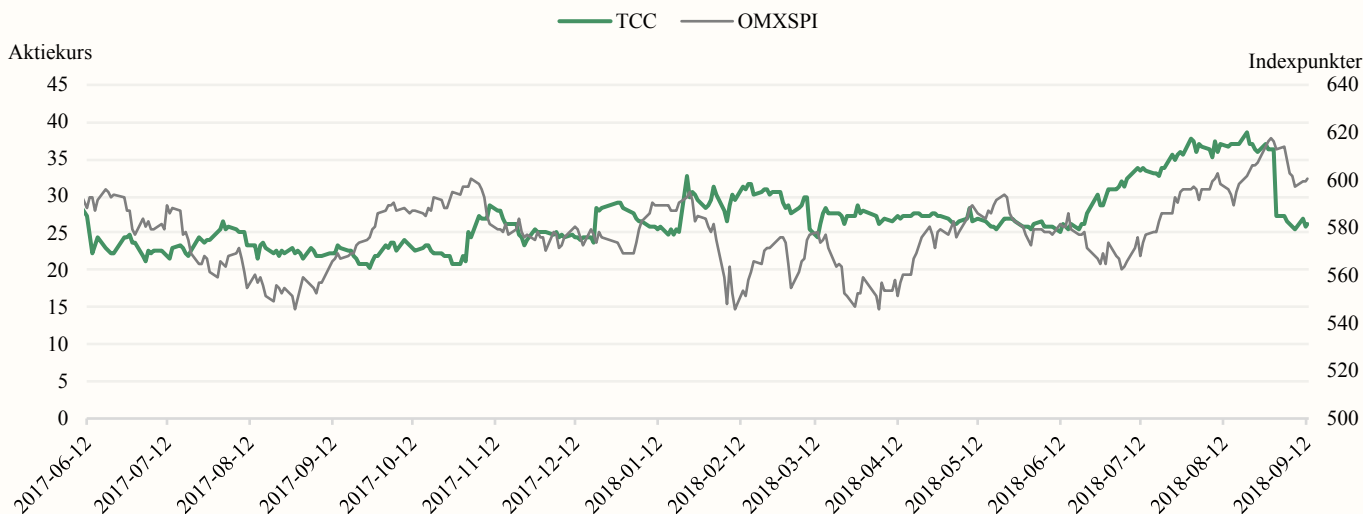


Lars Wennberg, Styrelseledamot TCECUR AB

Lars är senior partner i W&F Advisory AB sedan 2017, ett rådgivningsföretag inom managementfrågor. Rådgivningstjänsterna omfattar strategi, bolagsstyrning, finansiering samt företagsförvärv och värderingar. Branschspecifik kompetens utgörs av IT, media, bygg och fastigheter samt dagligvaruhandeln. Tidigare har Lars arbetat 30 år inom PwC i Sverige. I rollen som revisor och rådgivare till börsföretag har han fått en god insikt och kunskap om förutsättningarna för ett noterat bolag i förhållande till aktiemarknadens krav, kapitalanskaffningar och företagsförvärv. Genom åren har han arbetat med ett antal förändringsprojekt i publika och privata bolag. Lars är Civilekonom från Stockholms Universitet. *Lars äger inga aktier i TCECUR AB.*

APPENDIX

TCECUR, aktiekursens utveckling



TCECUR AB - Koncernen (tSEK)	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q4-17	Q1-18	Q2-18	LTM
Nettoomsättning	37 300	33 732	33 620	49 021	35 699	42 793	161 133
Övriga rörelseintäkter	0	49	125	46	152	68	391
Totala intäkter	37 300	33 781	33 745	49 067	35 851	42 861	161 524
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-21 600	-16 693	-19 748	-25 563	-15 458	-23 834	-84 603
Bruttoresultat	15 700	17 088	13 997	23 504	20 393	19 027	76 921
<i>Bruttomarginal</i>	42,1%	50,5%	41,3%	47,9%	56,7%	44,3%	47,5%
Personalkostnader	-11 500	-8 864	-10 650	-13 420	-12 838	-16 972	-53 880
Övriga externa kostnader	-6 900	-4 653	-4 288	-9 505	-6 588	-5 896	-26 277
Övriga rörelsekostnader	0	-274	-10	0	-132	0	-142
EBITDA	-2 700,0	3 297,0	-951,0	579,0	835,0	-3 841,0	-3 378,0
<i>EBITDA-marginal</i>	-7,2%	9,8%	-2,8%	1,2%	2,3%	-9,0%	-2,1%
Av- och nedskrivningar	-400	-966	-992	-1 110	-1 033	-1 112	-4 247
EBIT	-3 100	2 331	-1 943	-531	-198	-4 953	-7 625
<i>EBIT-marginal</i>	-8,3%	6,9%	-5,8%	-1,1%	-0,6%	-11,6%	-4,7%
Ränteintäkter	700	37	81	662	174	348	1 265
Räntekostnader	-300	-347	-363	-917	-298	-618	-2 196
EBT	-2 700	2 021	-2 225	-786	-322	-5 223	-8 556
Skatt	100	-493	543	66	114	119	842
Nettoresultat	-2 600	1 528	-1 682	-720	-208	-5 104	-7 714
<i>Nettomarginal</i>	-7,0%	4,5%	-5,0%	-1,5%	-0,6%	-11,9%	-4,8%

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

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 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 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE