



Analyst Group

TCECUR AB

FJÄRDE KVARTALET 2018 VÄNTAS VISA STARK
TILLVÄXT

2018-10-31

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER: PATRIK OLOFSSON



Sept. Oct. July June Aug. May

7 5 3

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 lång historik och erfarenheter från leveranser till stora koncerner och den offentliga sektorn. TCECUR består idag av fyra 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 TC Connect Norge AS, TC Connect Sverige, AW Technic AB och Mysec Sweden AB.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q3-18	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



3

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.

1



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.

1



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.

3



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. Tillsammans äger koncernledningen, styrelsen och ledningspersonal i dotterbolagen ca 22 % av aktierna i TCECUR.

5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



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)

FJÄRDE KVARTALET 2018 VÄNTAS VISA STARK TILLVÄXT



TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. Via organiskt samt förvärvsdriven tillväxt prognostiseras TCECUR omsätta ca 188 MSEK och 270 MSEK år 2018 respektive 2019, med en EBITDA-marginal omkring 3 % respektive 7 %. 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.

AKTIEKURS 27 kr

VÄRDERINGSINTERVALL		
BEAR 19 kr	BASE 40 kr	BULL 58kr

Tidigare värderingsintervall: Base 40 kr, Bull 58 kr, Bear 19 kr.

TCECUR AB			
Stängningskurs (2018-10-30)	27,00		
Antal Aktier (st.)	3 861 295		
Market Cap (MSEK)	104,3		
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	9,5		
Enterprise Value (MSEK)	113,8		
V.52 prisintervall (SEK)	20,50 – 40,95		
UTVECKLING			
1 månad	+4,3 %		
3 månader	-26,2 %		
1 år	+33,1 %		
YTD	-1,2%		
HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS 2018-09-30)			
TPE AS	57,0 %		
Toste Hedlund	5,4 %		
Ole Oftedal	5,1 %		
Per Lindstrand	3,9 %		
Avanza Pension	2,9 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Ole Oftedal		
Styrelseordförande	Tommy Lundqvist		
FINANSIELL KALENDER			
Kvartalsrapport 4 2018	2019-02-21		
PROGNOS (BASE), MSEK	LTM	2018E	2019E
Antal dotterbolag i Koncernen	4	5	6
Totala intäkter	175,5	188,2	271,3
Bruttoresultat	82,0	86,3	129,7
Bruttomarginal	46,6%	45,8%	47,8%
EBITDA	0,0	5,7	18,6
EBITDA-marginal	0,0%	3,0%	6,8%
Nettoresultat	-6,6	1,9	10,1
Nettomarginal	-3,7%	1,0%	3,7%
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/S	0,6	0,7	0,6
EV/EBITDA	n.a	22,4	9,4
P/E	-15,9	59,1	12,6
VPA	-0,6	0,5	2,2

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

Nyckeltal baserat på de antal aktier som antas vara utestående för respektive period.

KOMMENTAR Q3-18

Omsättning och resultat

**42 %
TILLVÄXT
UNDER
Q3-18**

Nettoomsättningen uppgick under Q3-18 till 47,6 MSEK, vilket motsvarar en ökning om 42 % mot jämförbart kvartal 2017 och en ökning om 11 % mot föregående kvartal i år. EBITDA-resultatet uppgick till 2,4 MSEK. Det är en förbättring om 3,4 MSEK mot jämförbart kvartal 2017 och 6,3 MSEK mot föregående kvartal i år, vilket är att anse som ett mycket starkt resultat. Ser man till segmentsrapporteringen är fördelningen mellan Sverige och Norge, både gällande försäljning och resultat, relativt jämn under kvartalet. Norge har således lyckats få upp sin lönsamhet under kvartalet.

VD Ole Oftedal är positiv i sitt VD-ord och skriver bl.a. följande: "Orderingången följer plan och koncernen har en god orderbok inför kvartal 4, årets viktigaste period med högre aktivitet bland våra kunder".

Finansiering

Under oktober har TCECUR upptagit en långsiktig förvärvsfinansiering om 20 MSEK. Koncernen skriver att denna även innebär en lägre finansieringskostnad då nuvarande bryggglån avvecklas. TCECUR har dessutom ett mandat att genomföra en riktad emission på kvarvarande utrymme om 17,25 MSEK som ytterligare möjlighet till finansiering. Dessa delar är viktiga komponenter för att kunna verkställa ytterligare förvärv. Koncernens egna kassa uppgick till 5,4 MSEK vid utgången av kvartalet. Efter rapporten genomförde TCECUR en riktad kvittningsemission om 1,75 MSEK som en följd av avveckling av bryggglån. Vad som är positivt är att Koncernen får bort delar av ett kostsamt lån som tyngt resultatet före skatt.

Investeringar i produktutveckling

I rapporten framgår nu även information om att mer än 5 MSEK har investerats i produktutveckling under 2018. Det är något vi kommer att följa upp och bevaka framgent, där det blir intressant att se om investeringstakten kommer fortsätta i nuvarande nivå eller förändras.

Justeringar av prognoser

Q3-18 var starkt och för nuvarande dotterbolag bibehåller vi vår prognos inför Q4-18, och således helåret. Vi tror fortsatt på god organisk tillväxt och ett starkt fjärde kvartal. Vi har dock valt att justera ner vår förvärvsprognos för Koncernen för helåret 2018. Motiveringen till detta är att det förvärv vi räknat med kommer ske, antas ske senare i år än vad vi utgått från i tidigare analys. Dessutom antas förvärvet, men tanke på tillgänglig finansiering, vara mindre än vad vi räknat med tidigare. 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 Q3-18	Efter Q3-18
Nettoomsättning	196,9	188,2
Bruttoresultat	90,0	86,3
Bruttomarginal	45,7%	45,8%
EBITDA	6,3	5,7
EBITDA-marginal	3,2%	3,0%
EBIT	4,1	4,0
EBIT-marginal	2,1%	2,1%

Förklaringen till förändringen är primärt att TCECUR ännu ej genomfört ett ytterligare förvärv efter Mysec, vilket vi räknat med. **Organiskt är prognosen relativt oförändrad.**

Avslutande ord

Till kursen 27 kr/aktie värderas TCECUR 12 månader rullande till EV/S 0,6. Notera då att nyckeltalet inte är pro forma-justerat med hänsyn till Mysec. Vid inkludering av pro forma-omsättning hade värderingen varit ännu lägre. Om Q4-18 kommer in starkt med en orderingång som ger bra effekt på försäljningen, med bibehållen lönsamhet, borde det finnas mer uppsida att hämta i aktien. Kan TCECUR även identifiera och genomföra förvärv är det att anse som ytterligare en värde drivare. Sammanfattningsvis anser vi att TCECUR och dotterbolagen inom Koncernen gör ett mycket starkt kvartal.

Scenario – potentiellt värde per aktie	Värdering före Q3-18	Rådande värdering efter Q3-18
Base	40	40
Bull	58	58
Bear	19	19

**TROR
FORTSATT PÅ
GOD
ORGANISK
TILLVÄXT OCH
ETT STARKT
Q4-18**

INVESTERINGSIDÉ

TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. Via organiskt samt förvärvsdriven tillväxt prognostiseras TCECUR omsätta ca 188 MSEK och 270 MSEK år 2018 respektive 2019, med en EBITDA-marginal omkring 3 % respektive 7 %. 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 57 %) 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 äger ca 22 % av aktierna

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. Totalt insynsägande uppgår till ca 22 % av aktierna i TCECUR AB.

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 188 MSEK och 270 MSEK år 2018 respektive 2019, med ca 3 % respektive 7 % 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.

~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 (Q3-18) omsätter Koncernen ca 175 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.



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.



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.



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.

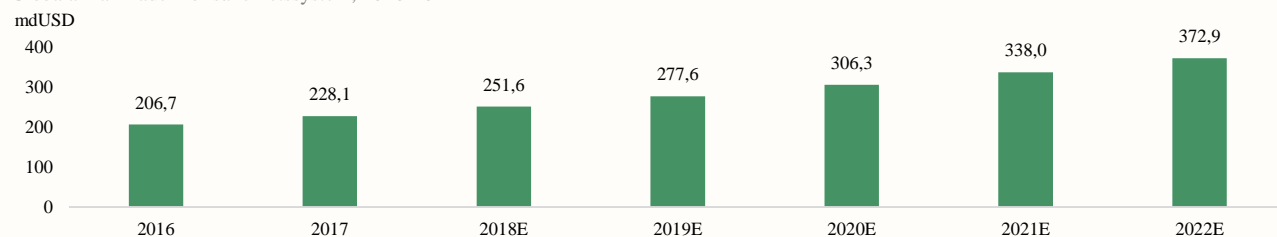
MARKNADSANALYS

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



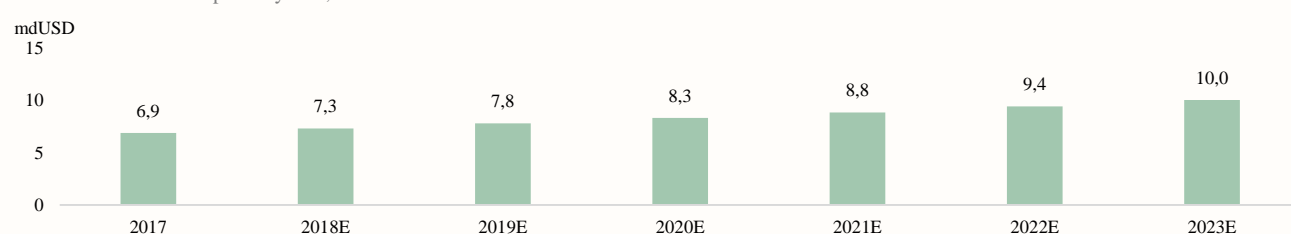
Källa: MarketsandMarkets, 2017.

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

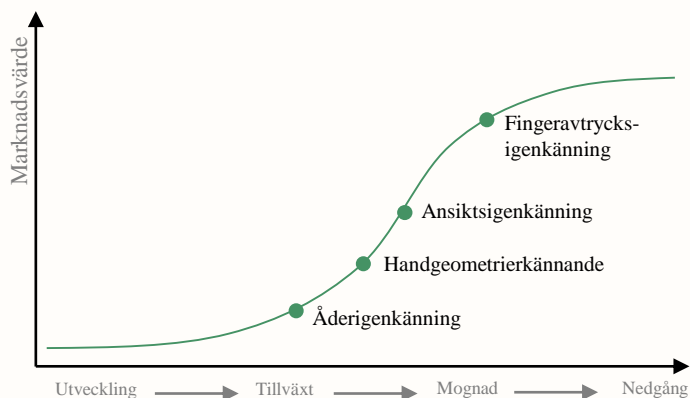
MARKNADSANALYS

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 produktlivscykeln. 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.

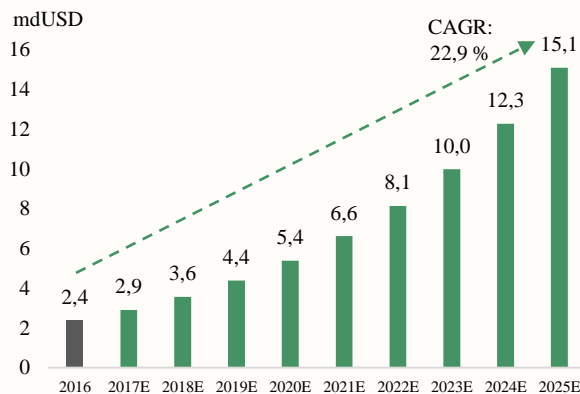
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: Technavio (2016) och TCECUR (2017)

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden

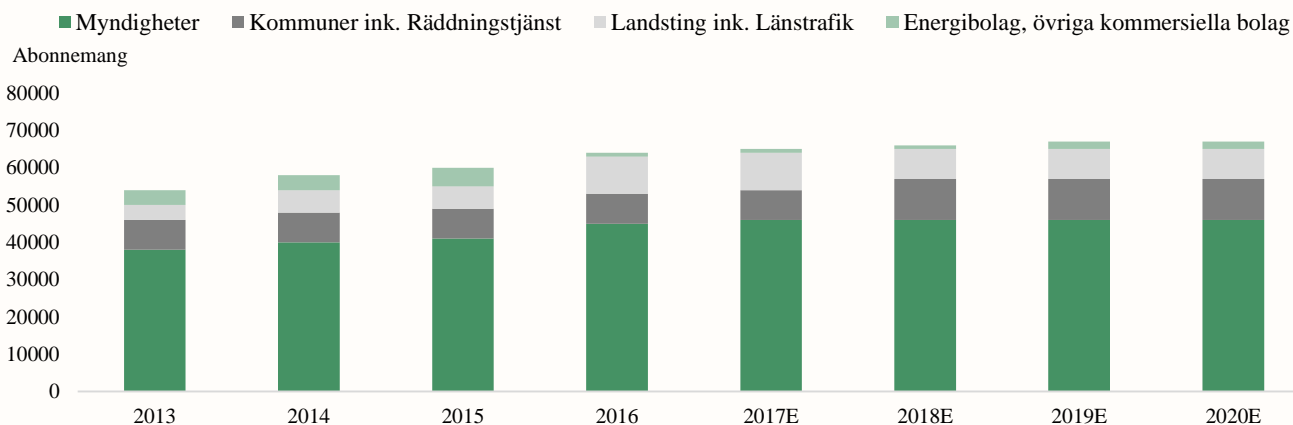


Källa: Tractica (2016)

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

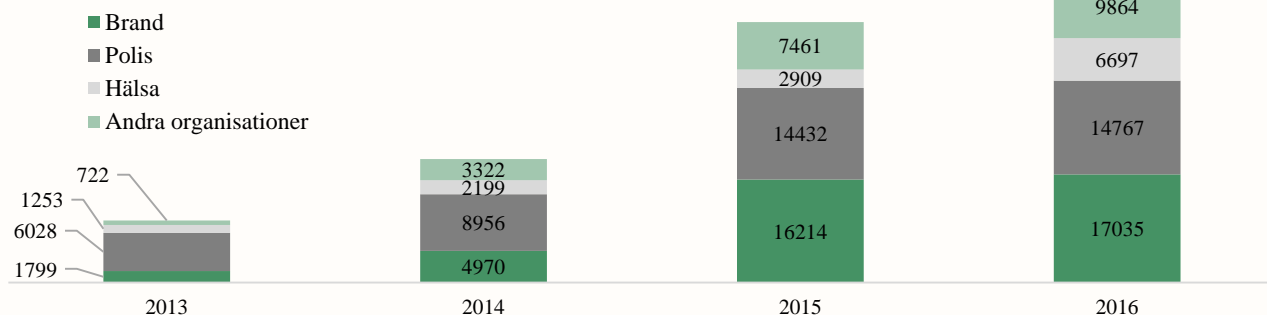
²Tractica – Biometrics Markets Forecast, 2016

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



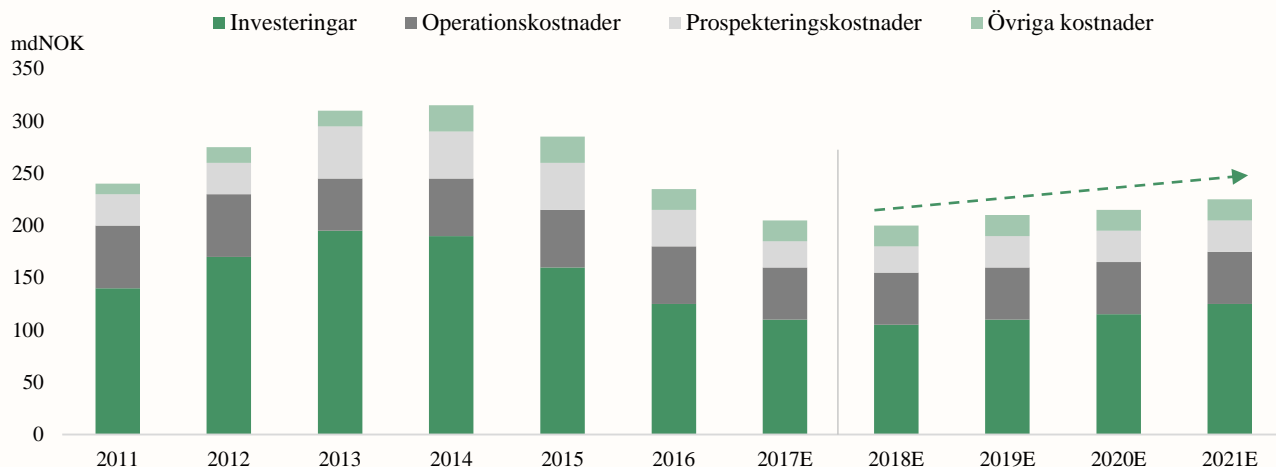
Källa: Nødnett Norge (2016)

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

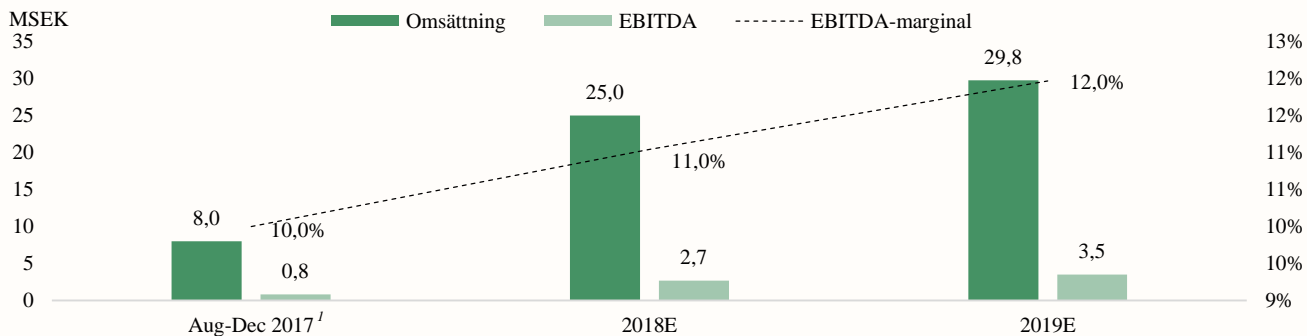
Företaget tillhandahåller säkerhetslösningar inom övervakning, passersystem, identifikation och biometri, med kunder både i Sverige och övriga Europa. AW Technic har som affärsmodell att från ledande teknik- och mjukvaruleverantörer leverera, driftsätta och teckna serviceavtal för kunder med höga krav 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. Under 2018 och framåt 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 Q3-rapporten 2018 framgår att omsättningen för perioden uppgick till 47,6 MSEK, varav den norska och svenska verksamheten stod för 25,2 MSEK respektive 22,4 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 47,2 % av redovisad omsättning.

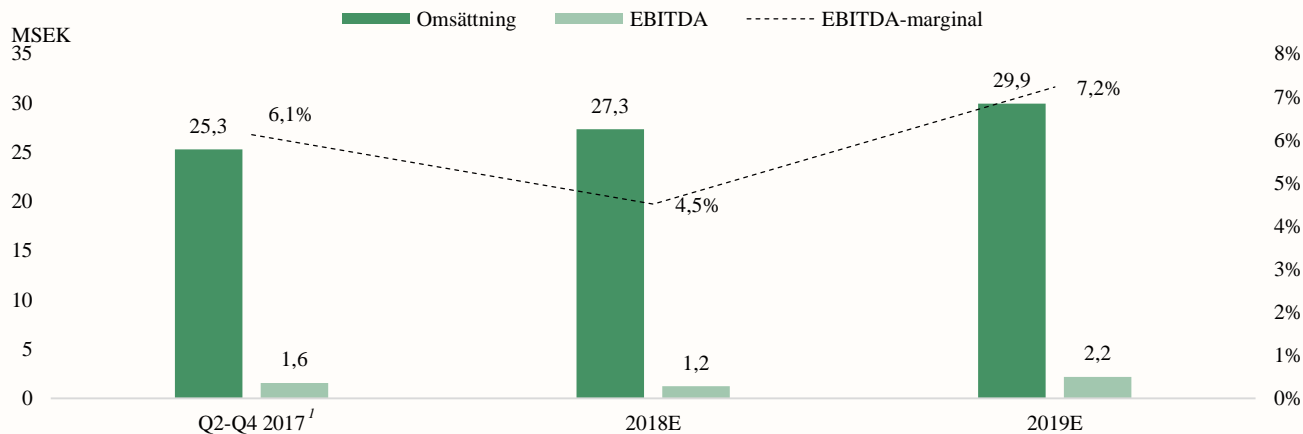
Under 2017 uppskattas AW Technics omsättning ha uppgått till 20 MSEK, vilket i genomsnitt blir 5 MSEK/kvartal. Under Q2-18 ökade dotterbolaget tillväxten med 50 %, där Analyst Group uppskattade att AW Technics omsättning under Q2-18 uppgick till ca 7,5 MSEK. Givet liknande omsättning för AW Technic under Q3-18, återstår ca 14-15 MSEK att fördela mellan Mysec och TC Connect Sverige. Ingen exakt information framgår i Q3-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 Q3-18 likt vad som antogs under Q2-18. Vi utgår därmed från att TC Connect Sverige stod för ca 5,8 MSEK, AW Technic ca 7,9 MSEK och Mysec Sweden 8,7 MSEK.

Under Q3-18 uppgick EBITDA-resultatet för den svenska delen av Koncernen till 1,3 MSEK. Både AW Technic och Mysec antas ha en högre marginal än TC Connect Sverige.

FINANSIELL PROGNOS

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

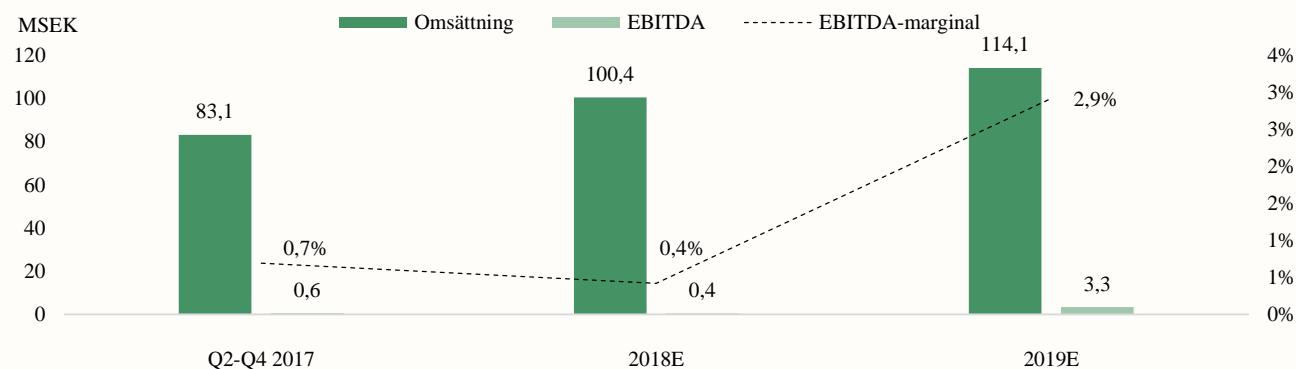
Företaget bedriver projekt med lång leveranstid och med höga ordervärden, och förväntas kunna växa dels till följd av pågående projektarbeten, dels i form av nystartade projekt. Flera nya avtal har tecknats under 2017-2018, som för den norska verksamheten bl.a. innefattade kunder som Gardermoen Flygplats, ett ramavtal med norska hälsomyndigheten och med Statoil för Johan Castberg-oljefält, order av Statoil gällande uppdatering 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 Q3-18 stod verksamheten för 25,2 MSEK av omsättning, med ett EBITDA-resultat om 1,2 MSEK. Under kvartalet har således Norgeverksamheten vänt till en god lönsamhet, med en marginal om ca 5 %.

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 PROGNOSS

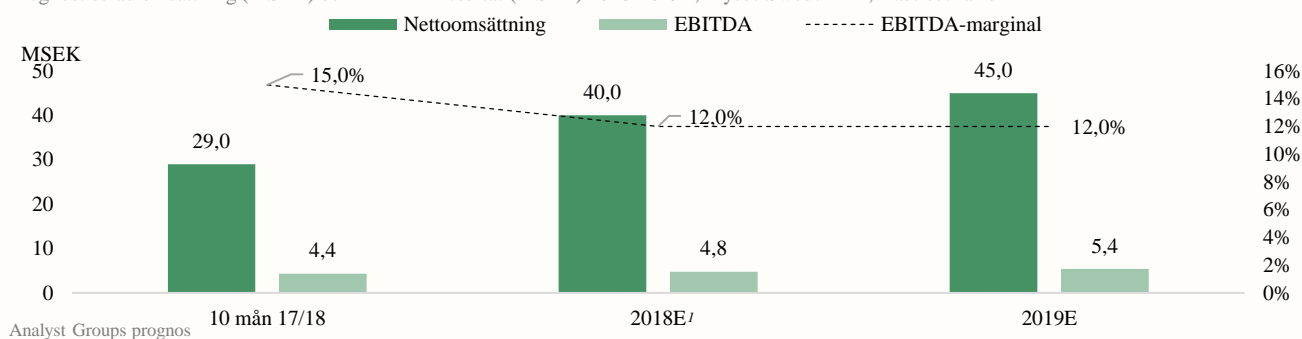
Mysec Sweden AB

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



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 PROGNOSS

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 förvärfas 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 (2018-10-30) 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 ett förvärv genomföras

Under 2018 prognostiseras TCECUR göra ytterligare ett nytt förvärv (utöver Mysec) verksamt inom säkerhetsbranschen. TCECUR antas leta efter bolag med omsättning i nära linje med tidigare förvärv som AW Technic och Mysec, något som kan vara rimligt under 2018 ur ett finansieringsperspektiv. TCECUR antas identifiera ett förvärvsobjekt som försäljningsmässigt är i nära linje med t.ex. AW Technic. Vi utgår från att TCECUR även letar efter bolag som ligger minst i linje med Koncernens långsiktiga lönsamhetsmål, men gärna över. Det bolag som antas förvärfas under 2018 antas ha följande genomsnittliga karaktärsdrag:

Typ av målföretag 2018	Input
Omsättning (MSEK) 2018	25,0
EBITDA-marginal	14 %

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)	14,9
Betalning i aktier (MSEK)	6,4
Antal nya aktier att emittera	236 111
Antal utestående aktier 2018-12-31 ¹	4 097 406

¹Antal nyemitterade aktier till följd av betalning för förvärv, baseras på aktiekurs 2018-10-30.

Vid utgången av 2018 skulle då TCECUR bestå av totalt fem dotterbolag. Ett viktigt antagande som görs är att tidpunkten för tillträde väntas ske under december 2018, vilket innebär att endast 8 % av målföretagens räkenskaper konsolideras med Koncernen för helåret 2018.

FINANSIELL PROGNOSS

Under 2019 prognostiseras ytterligare ett förvärv

Under 2019 antas TCECUR göra ytterligare ett förvärv av ett bolag verksamt inom säkerhetsbranschen. Relativt tidigare förvärvade bolag förväntas detta 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 målföretaget omsätta 50 MSEK, vilket är 2x mer än det företag som antas förvärvas under 2018.

Bolaget 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 det förvärvade bolaget 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 54,4 MSEK. Följande källor för finansiering antas:

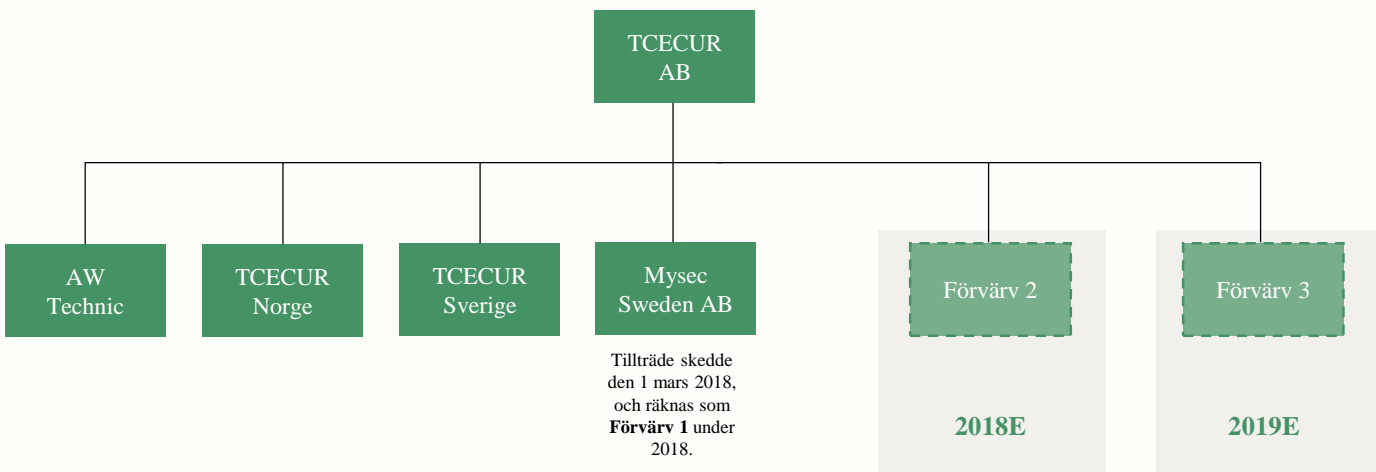
Finansiering av förvärv	Input
Betalning i likvida medel (MSEK)	38,1
Betalning i aktier (MSEK)	16,3
Antal nya aktier att emittera	604 167
Anta utestående aktier 2019-12-31 ¹	4 701 573

¹Antal nyemitterade aktier till följd av betalning för förvärv, baseras på aktiekurs 2018-10-30.

Vid utgången av 2019 skulle då TCECUR bestå av totalt sex dotterbolag. Ett viktigt antagande som görs är att tidpunkten för tillträde av bolaget 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 sex dotterbolag.

Antagen utveckling av Koncernen



Analyst Groups prognos

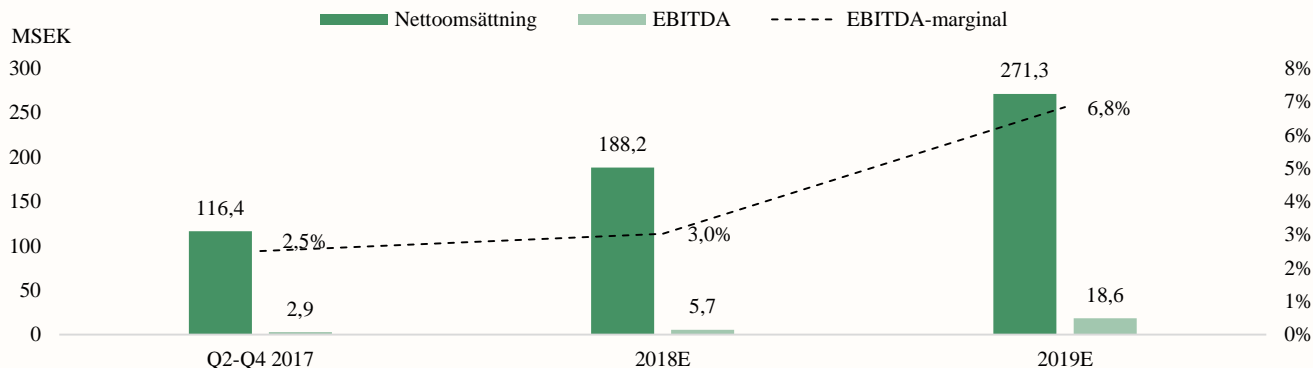
FINANSIELL PROGNOSES

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-scenario



Analyst Groups prognos

Resultaträkning, TCECUR – Analyst Groups prognos	LTM	2018E	2019E
<i>Antal dotterbolag i Koncernen</i>	4	5	6
Nettoomsättning	175,1	188,2	271,3
Övriga rörelseintäkter	0,4	0,0	0,0
Totala intäkter	175,5	188,2	271,3
Kostnad sålda varor	-93,4	-101,9	-141,6
Bruttoresultat	82,0	86,3	129,7
Bruttomarginal	46,6%	45,8%	47,8%
Rörelsekostnader	-82,0	-80,6	-111,1
EBITDA	0,0	5,7	18,6
EBITDA-marginal	0,0%	3,0%	6,8%
Av- och nedskrivningar	-4,5	-1,8	-3,3
EBIT	-4,4	4,0	15,3
EBIT-marginal	-2,5%	2,1%	5,6%
Finansnetto	-2,5	-0,5	-1,4
EBT	-6,9	3,5	13,9
Skatt	0,3	-1,6	-3,8
Nettoresultat	-6,6	1,9	10,1
Nettomarginal	-3,7%	1,0%	3,7%

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-scenario ¹	LTM	2018E	2019E
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/S	0,6	0,7	0,6
EV/EBITDA	n.a	22,4	9,4
EV/EBIT	-25,6	32,3	11,4
P/E	-15,9	59,1	12,6
VPA	-0,6	0,5	2,2

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
17,0	11,0 %

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 (2018-10-30) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 3,7 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 11,0 %.

Indutrade

P/S	EV/S
1,6	1,9
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
20,4	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 26,0 mdSEK (2018-10-30) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 15,9 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 9,4 %.

ADDTECH

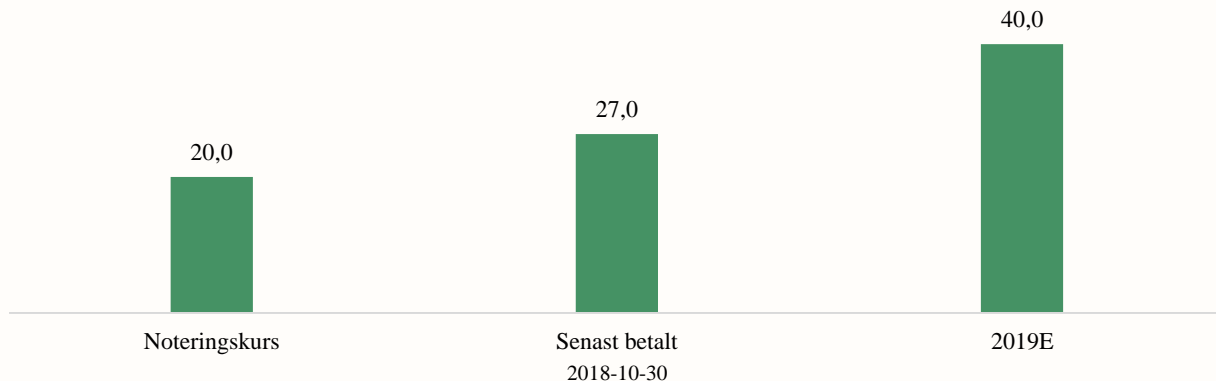
P/S	EV/S
1,4	1,6
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
18,1	8,8 %

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 12,0 mdSEK (2018-10-30). 12 månader rullande försäljning uppgår till 8,9 mdSEK, med EBITDA-marginal 8,8 %.

Medelvärdet av ovan nämnda företags EV/EBITDA-multiplar är 18,5. 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 18-19 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) om ca 235 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 185 MSEK, eller 40 kr per aktie givet den uppdaterade prognosen om nyemitterade aktier i samband med förvärv. Uppdatering gjort i samband med Q3-rapport 2018.

Givet EV/EBITDA 13 som målmultipl på 2019 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om 185 MSEK.

Potentiell aktievärdering på 2019 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

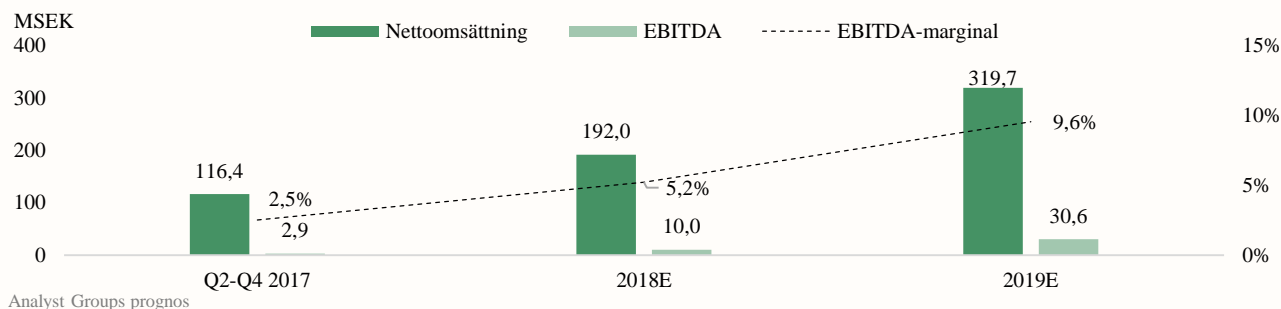
BULL & BEAR

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 försäljning till nya kunder. Det kan antas att även övriga dotterbolag gynnas av AW Technics kundnätverk, d.v.s. försäljningssynergier kan uppstå. Även senaste förvärvet 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 förvärvsobjekt, 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

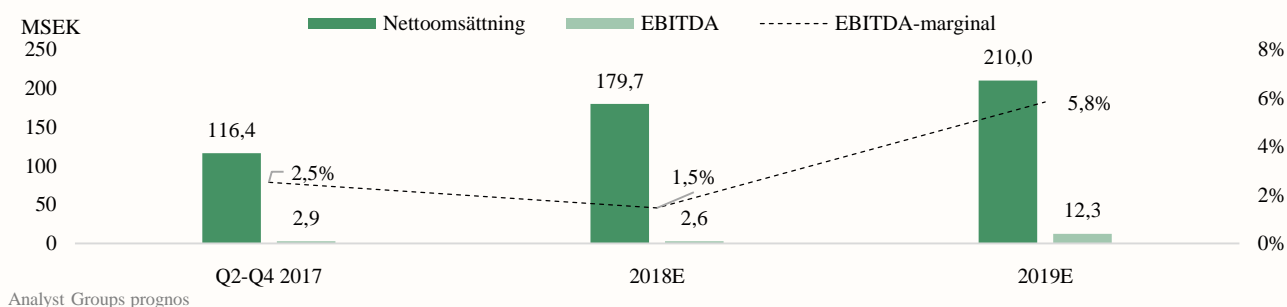
Med en målmultipel om EV/EBITDA 13 på 2019 års prognos erhålls en värdering om 58 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till antagen kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier. Senast uppdatering av dessa antaganden är i samband med Q3-rapport 2018.

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 2019 antas TCECUR genomföra två förvärv vilka är i mindre storlek relativt tidigare angivna scenariot.

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 scenariot 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. Senast uppdatering av dessa antaganden är i samband med Q3-rapport 2018.

VD-INTERVJU, OLE OFTEDAL



Tredje 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?

Bra med långsiktig förvärvslån 4 år med avsevärt bättre villkor än bryggglånet. Bra orderingång inom samtliga bolag.

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

TC Connect Norge har haft stora leveranser, Mysec har visat en mycket stark orderingång. Jag känner att samtliga bolag följer plan.

Vad har varit de primära faktorerna bakom den organiska tillväxten om 24 % i kvartalet?

Marknaden som vi arbetar inom växer och efterfrågan från kunder av mer avancerade system och lösningar är god.

Vi förstår att Mysecs larmportal är unik i sitt slag. Kan du berätta mer om vad det är som gör larmportalen unik och vilken potential du ser här för kommande kvartal?

Larmportalen som är unik i att digitalisera säkerhetsmarknaden hjälper oss i försäljningsprocessen och skapar långa relationer med kunden. Portalen går också att använda som spjutspets i etablering på nya geografiska marknader. Bl.a. så håller det norska systerbolaget på med att introducera den i Norge.

I ditt VD-ord framgår det att ni hittills i år har investerat mer än 5 MSEK i produktutveckling. Framöver, ser du att investeringarna fortsatt kommer vara i linje med tidigare, eller ser du en förändring i investeringstakten?

Egna produkter och egna lösningar är en viktig del av koncernens framtid. Vi skapar konkurrensfördelar och det ger högre marginaler. Investeringarna i egna produkter kommer inte att minska framöver.

Vad är det för typ av produktutveckling ni gjort och inom vilket/vilka dotterbolag? Hur ser du på ert behov att fortsätta investera i produktutveckling för att fortsätta växa?

Alla dotterbolag investerar i egna produkter och lösningar. Störst utveckling är det för närvarande inom TC Connect Norge, där vi utvecklar nya distribuerade lösningar för säker kommunikation och att kunna sända data och bilder inom Tetra-nätverket.

Ni genomförde nyligen en riktad kvittningsemission om 1,75 MSEK som en följd av avveckling av bryggglån. Vilka fördelar ser du med denna typ av lösning?

Bryggglånet innehöll en klausul att man kunde omvandla en mindre del av lånet till aktier. Vi ser positivt på att få in fler ägare.

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

Alla bolag i gruppen söker tillväxt och mindre förvärv för att stärka sitt kunderbjudande och geografiska närvaro. Säkerhetsmarknaden befinner sig i konsolidering så det finns ett antal möjligheter även till större förvärv. Möjligheten till förvärv är ju nära kopplad till ägarfrågan varför dessa aktiviteter och är avgörande för framgång.

Den 25 oktober 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 (5,1 %) 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 8 000 aktier (0,2 %) 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 (5,4 %) 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 (3,9 %) 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 1 000 aktier (0,03 %) 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 (0,06 %) 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 12 000 aktier (0,3 %) 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.*

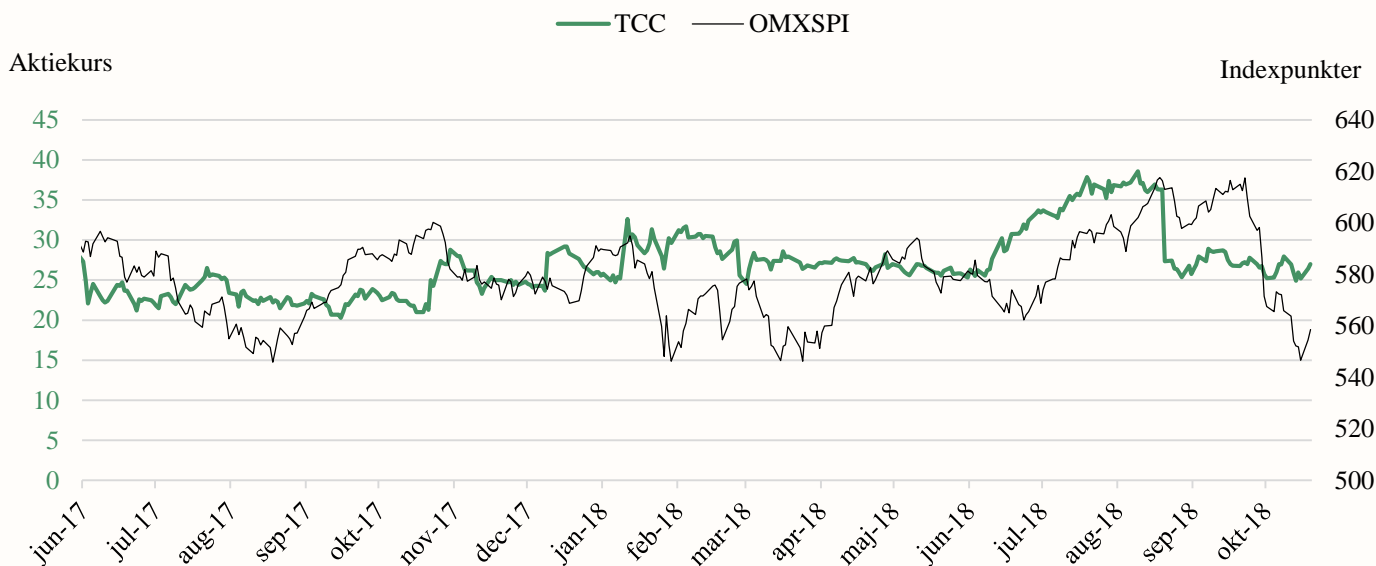


Lars Wennberg, Styrelseledamot TCECUR AB

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 1 000 aktier (0,03 %) i TCECUR AB.*

APPENDIX

TCECUR, aktiekursens utveckling



TCECUR AB - Koncernen (tSEK)	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q4-17	Q1-18	Q2-18	Q3-18	LTM
Nettoomsättning	37 300	33 732	33 620	49 021	35 699	42 793	47 615	175 128
Övriga rörelseintäkter	0	49	125	46	152	68	100	366
Totala intäkter	37 300	33 781	33 745	49 067	35 851	42 861	47 715	175 494
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-21 600	-16 693	-19 748	-25 563	-15 458	-23 834	-28 592	-93 447
Bruttoresultat	15 700	17 088	13 997	23 504	20 393	19 027	19 123	82 047
<i>Bruttomarginal</i>	42,1%	50,5%	41,3%	47,9%	56,7%	44,3%	40,0%	46,6%
Personalkostnader	-11 500	-8 864	-10 650	-13 420	-12 838	-16 972	-11 536	-54 766
Övriga externa kostnader	-6 900	-4 653	-4 288	-9 505	-6 588	-5 896	-5 217	-27 206
Övriga rörelsekostnader	0	-274	-10	0	-132	0	62	-70
EBITDA	-2 700,0	3 297,0	-951,0	579,0	835,0	-3 841,0	2 432,0	5,0
<i>EBITDA-marginal</i>	-7,2%	9,8%	-2,8%	1,2%	2,3%	-9,0%	5,1%	0,0%
Av- och nedskrivningar	-400	-966	-992	-1 110	-1 033	-1 112	-1 195	-4 450
EBIT	-3 100	2 331	-1 943	-531	-198	-4 953	1 237	-4 445
<i>EBIT-marginal</i>	-8,3%	6,9%	-5,8%	-1,1%	-0,6%	-11,6%	2,6%	-2,5%
Ränteintäkter	700	37	81	662	174	348	-342	842
Räntekostnader	-300	-347	-363	-917	-298	-618	-1 461	-3 294
EBT	-2 700	2 021	-2 225	-786	-322	-5 223	-566	-6 897
Skatt	100	-493	543	66	114	119	36	335
Nettoresultat	-2 600	1 528	-1 682	-720	-208	-5 104	-530	-6 562
<i>Nettomarginal</i>	-7,0%	4,5%	-5,0%	-1,5%	-0,6%	-11,9%	-1,1%	-3,7%

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