



Analyst Group

TCECUR AB

BÖRJAR ÅRET MED STARK FÖRSÄLJNING

2019-06-14

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER: PATRIK OLOFSSON



ept. Oct. July. June. 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.

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, AWT och Mysec Sweden AB.

Innehållsförteckning

| | |
|--------------------|-------|
| Introduktion | 4 |
| Kommentar Q1-19 | 5 |
| Investeringsidé | 6 |
| Bolagsbeskrivning | 7 |
| Marknadsanalys | 8-10 |
| Estimerad orderbok | 11 |
| Finansiell prognos | 12-15 |
| Värdering | 16 |
| Bull & Bear | 17 |
| Ledning & styrelse | 18-29 |
| Appendix | 20 |
| Disclaimer | 21 |



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 målmultiplar.

1



Historisk Lönsamhet

TCECUR som koncern har existerat under en förhållandevis kort period. TC Connect Norge har tyngt lönsamheten, samtidigt som TC Connect Sverige tillsammans AWT 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 54 % 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)

BÖRJAR ÅRET MED STARK FÖRSÄLJNING



TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. Med nuvarande dotterbolag och en organisk helårstillväxt om 12 %, prognostiseras TCECUR omsätta ca 210 MSEK 2019. Med tanke på att TC Connect Norge ska prioritera ökad lönsamhet snarare än tillväxt, och AWT och Mysec driver upp lönsamheten i Sverige, prognostiseras en EBITDA-marginal om 7 % för TCECUR 2019. Givet en målmultipel om EV/EBITDA 12 ger det ett potentiellt värde om 33 kr per aktie i ett Base scenario. Med tanke på den förändring som skett i ägarbildens öppnas helt nya möjligheter upp för ytterligare förvärv, vilket skulle kunna bli aktuellt under andra halvan av 2019.

▪ Växer med 46 % under första kvartalet

Under första kvartalet 2019 uppgick omsättningen till 52,3 MSEK (35,7), motsvarande en ökad försäljning om ca 46 % jämfört med föregående års kvartal, varav den organiska tillväxten uppgår till 21 %. Tolv månader rullande omsättning uppgår nu till ca 205 MSEK, vilket innebär att TCECUR till aktiekursen 23,5 kr värderas till ungefär 0,5 gånger försäljningen. Baserat på TCECURS nuvarande momentum, en starkt ägarbild som öppnar upp för möjlighet till ytterligare förvärv samt fortsatt förbättringspotential i Norge, anser Analyst Group att nuvarande värderingsnivå lämnar utrymme för uppvärdering.

▪ Fortsatt fokus på lönsamhet i Norge

TC Connect Norge har en ny ledning där en ny strategi har implementerats som syftar till ett ökat fokus på högre effektivitet och lönsamhet, snarare än volym. Färre kundsegment och produktområden i kombination med en större satsning på Diginet förväntas visa resultat under senare delen av 2019.

▪ AWT och Mysec visar vägen i Sverige

De två säkerhetsbolagen AWT och Mysec går fortsatt starkt och vinner allt fler orders. Både Mysec och AWT nyanställer och stärker organisationen för att kunna leverera en ökad volym. På kort sikt resulterar det i högre kostnader, men möjliggör samtidigt högre utväxling över tid. TC Connect Sverige har medvind i marknaden och utvecklas enligt plan med god ordergång under 2019.

▪ Ny ägargrupp möjliggör nya förvärv

Tidigare huvudägare TPE har avyttrat större delen av sitt innehav till investeringsbolagen Mertiva, Arbona och Koncernens ledning och styrelse. Med en finansiellt stark ägargruppering som stöttar TCECURS planer för förvärv och skapar nya förutsättningar att erhålla finansiering, öppnas nya möjligheter för TCECUR att genomföra fler förvärv framgent. Ett förvärv av ett nytt dotterbolag under andra halvan av 2019 skulle kunna vara möjligt och anses utgöra en potentiell värde drivare på kort sikt.

AKTIEKURS | 23,5 kr

| VÄRDERINGSINTERVALL 2019 ÅRS PROGNO | | |
|-------------------------------------|----------------------|----------------------|
| BEAR 17 kr | BASE 33 kr | BULL 40 kr |

| TCECUR AB | | | |
|-------------------------------|-----------------|-------------|--------------|
| Stängningskurs (2019-06-13) | 23,50 | | |
| Antal Aktier (st.) | 4 690 840 | | |
| Market Cap (MSEK) | 110,2 | | |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK) | 34,9 | | |
| Enterprise Value (MSEK) | 145,1 | | |
| V.52 prisintervall (SEK) | 20,70 – 27,70 | | |
| UTVECKLING | | | |
| 1 månad | +1,3% | | |
| 3 månader | +5,1 % | | |
| 1 år | -7,9 % | | |
| YTD | -0,2 % | | |
| HUVUDÄGARE | | | |
| Mertiva AB | 19,72 % | | |
| Arbona AB (publ) | 10,02 % | | |
| Ole Oftedal | 5,7 % | | |
| Toste Hedlund | 4,9 % | | |
| Per Lindstrand | 4,6 % | | |
| VD OCH ORDFÖRANDE | | | |
| Verkställande Direktör | Ole Oftedal | | |
| Styrelseordförande | Tommy Lundqvist | | |
| FINANSIELL KALENDER | | | |
| Kvartalsrapport 2 2019 | 2019-08-08 | | |
| PROGNOS (BASE), MSEK | | | |
| | 2018 | 2019E | 2020E |
| Totala intäkter | 188,4 | 210,9 | 235,9 |
| Bruttoresultat | 87,0 | 98,0 | 111,6 |
| <i>Bruttomarginal</i> | 46,3% | 46,5 % | 47,3 % |
| EBITDA | 2,4 | 14,1 | 16,3 |
| <i>EBITDA-marginal</i> | 1,3% | 6,7 % | 6,9 % |
| Nettoresultat | -5,3 | 8,7 | 11,6 |
| <i>Nettomarginal</i> | -2,8% | 4,1 % | 4,9 % |
| P/S | 0,6 | 0,5 | 0,5 |
| EV/S | 0,7 | 0,6 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 56,2 | 8,7 | 6,7 |
| EV/EBIT | -65,2 | 9,9 | 7,5 |
| P/E | -20,6 | 12,7 | 9,5 |
| VPA | -1,1 | 1,9 | 2,5 |

KOMMENTAR Q1-19

Omsättning och resultat

**46 %
TILLVÄXT
UNDER
Q1-19**

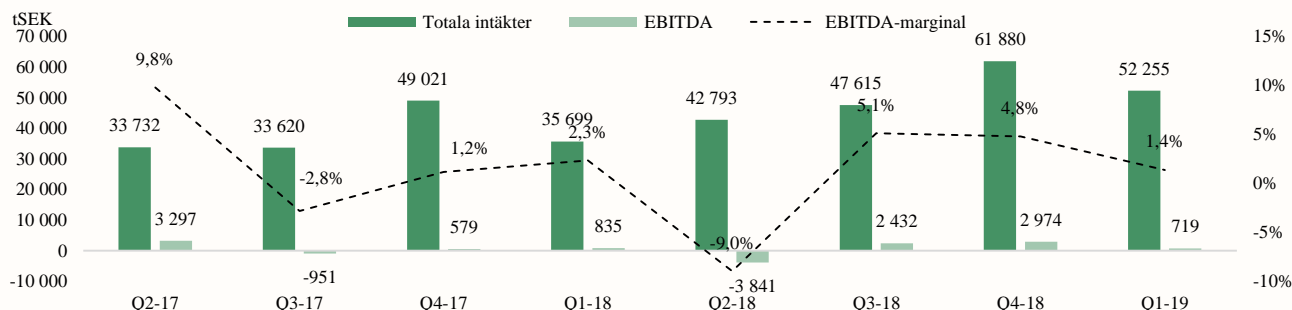
Under första kvartalet 2019 uppgick omsättningen till 52,3 MSEK (35,7), motsvarande en ökad försäljning om ca 46 % jämfört med föregående års kvartal, varav den organiska tillväxten uppgår till 21 %. Tolv månader rullande omsättning uppgår nu till ca 205 MSEK, vilket innebär att TCECUR till aktiekursen 24 kr värderas till ungefär 0,6 gånger försäljningen. Baserat på TCECURs nuvarande momentum, en förbättrad ägarbild som öppnar upp för möjlighet till ytterligare förvärv samt fortsatt förbättringspotential i Norge, anser Analyst Group att nuvarande värderingsnivå lämnar utrymme för uppvärdering.

Vi hade dock hoppats på en bättre marginal under första kvartalet. EBITDA-resultat var förvisso positivt, vilket dock till viss del förklaras av de nya IFRS 16-reglerna som bl.a. innebär att kostnader avseende leasing "flyttas" längre ned i resultaträkningen som en avskrivning, vilket således innebär att EBITDA ökar. Norge står för 43 % av omsättningen och 20 % av EBITDA-resultatet under Q1, medan svenska Mysec, AWT och TC Connect Sverige står för resterande del.

En intressant del i rapporten är att TCECUR guidar för att ineliggande orderbok och serviceavtal uppgår till ca 60 MSEK, vilket vi menar är ett starkt utgångsläge för resterande månader under 2019.

TCECUR visar en positiv trend med ökad omsättning kvartal till kvartal. Utmaningen ligger i lönsamheten.

Intäkter, EBITDA och EBITDA-marginal (Q-Q)



Källa: TCECUR

Uppdatering kring prognoser

Även om vi hade räknat med en något bättre lönsamhet, var Q1-rapporten i nära linje med våra estimat. Vi väljer därför att bibehålla våra tidigare prognoser som presenterades under mars 2019. Viss korrigering har dock gjorts till följd av det förvärv som Mysec under juni 2019 genomförde av Larmator, samt det förvärv av Comex som AWT genomfört under samma månad. Följande är en kort sammanfattning av vår befintliga prognos för TCECUR-koncernen:

| Resultaträkning, TCECUR – Analyst Groups prognos | 2018 | 2019E | 2020E |
|--|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 188,0 | 210,9 | 235,9 |
| Övriga rörelseintäkter | 0,4 | 0,0 | 0,0 |
| Totala intäkter | 188,4 | 210,9 | 235,9 |
| Kostnad sålda varor | -101,4 | -112,9 | -124,3 |
| Bruttoresultat | 87,0 | 98,0 | 111,6 |
| Bruttomarginal | 46,3% | 46,5% | 47,3% |
| Rörelsekostnader | -84,6 | -83,9 | -95,3 |
| EBITDA | 2,4 | 14,1 | 16,3 |
| EBITDA-marginal | 1,3% | 6,7% | 6,9% |

Till kursen 23,50 kr/aktie värderas TCECUR 12 månader rullande till EV/S 0,7. Om de svenska dotterbolagen fortsätter att utvecklas starkt och verksamheten i Norge ökar sin lönsamhet, anser Analyst Group att det finns uppsida i aktien. Kan TCECUR även identifiera och genomföra fler förvärv är det att anse som ytterligare en värde drivare.

INVESTERINGSIDÉ

TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. Med nuvarande dotterbolag och en organisk helårstillväxt om 12 %, prognostiseras TCECUR omsätta ca 210 MSEK 2019. Med tanke på att TC Connect Norge ska prioritera ökad lönsamhet snarare än tillväxt, och AWT och Mysec driver upp lönsamheten i Sverige, prognostiseras en EBITDA-marginal om 7 % för TCECUR 2019. Givet en målmultipl om EV/EBITDA 12 ger det ett potentiellt värde om 33 kr per aktie i ett Base scenario. Med tanke på den förändring som skett i ägarbildningen öppnas helt nya möjligheter upp för ytterligare förvärv, vilket skulle kunna bli aktuellt under andra halvan av 2019.

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 %
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. 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. multipelarbiterage.

Ledningsgrupp och styrelse äger ca 26 % 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 hos ledningen uppgår till ca 26 % av aktierna i TCECUR AB.

Koncernstruktur och nya förvärv motiverar uppvärdering

I ett Base-scenario prognostiseras TCECUR omsätta ca 210 MSEK 2019, med ca 7 % EBITDA-marginal. Baserat på en relativvärdering, används EV/EBITDA 12 som målmultipl. Givet antagen kapitalstruktur, erhålls ett potentiellt värde om 33 kr per aktie på 2019 års prognos.

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.

**~210 MSEK
FÖRVÄNTAS
OMSÄTTAS
ÅR 2019**

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 (Q1-19) omsätter Koncernen ca 205 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 %.

10 %
EBITA-
MARGINAL
SOM
MÅLSÄTTNING

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. AWT 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. AWT arbetar efter affärsmodellen att leverera, driftsätta och bedriva service samt support till sina kunder och företag. Under juni 2019 förvärvade AWT tyska Comex för ca 1 MSEK.



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. Under juni 2019 förvärvade Mysec företaget Larmator, Larmator omsätter ca 7 MSEK med en ensiffrig rörelsemarginal.

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 Harald Rönning

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. Under 2019 ska dock en ny affärsmodell implementeras som kommer innebära högre fokus på lönsamhet snarare än volym.

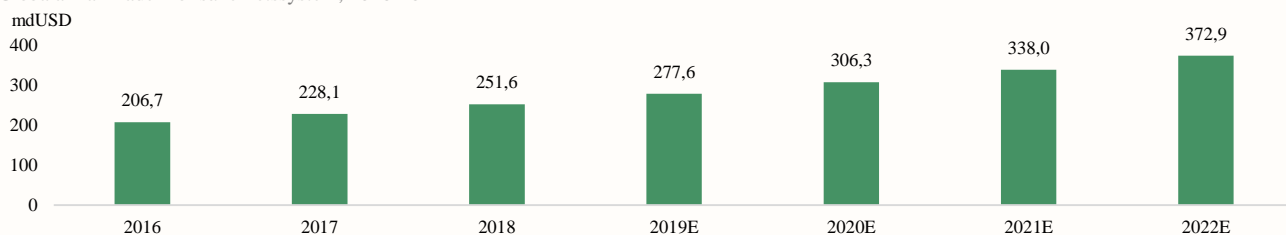
MARKNADSANALYS

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



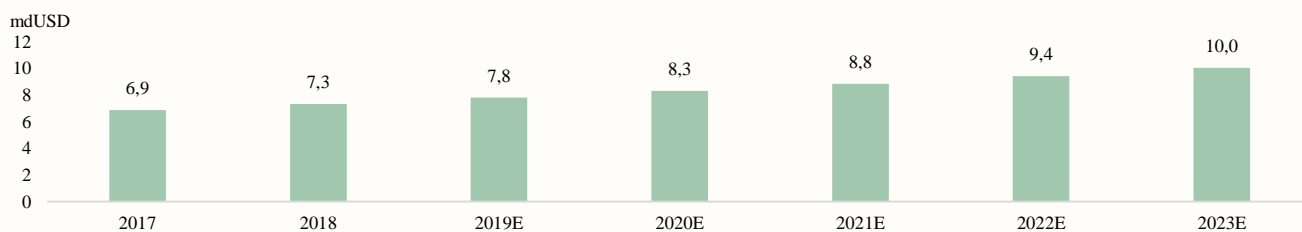
Källa: MarketsandMarkets, 2017.

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

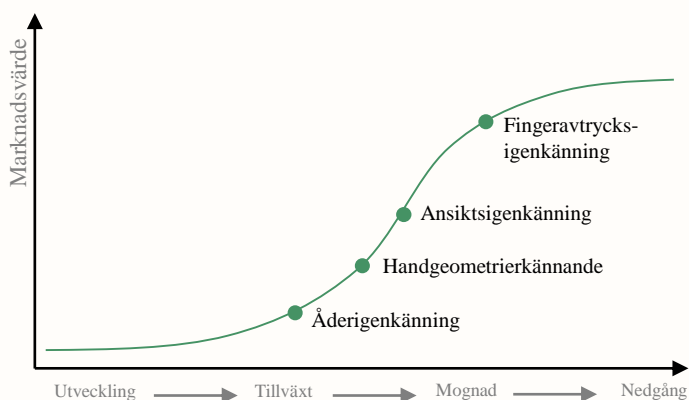
MARKNADSANALYS

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.

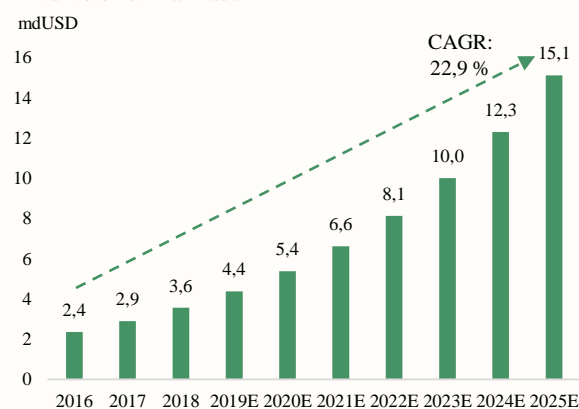
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: Technavio (2016) och TCECUR (2017)

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden

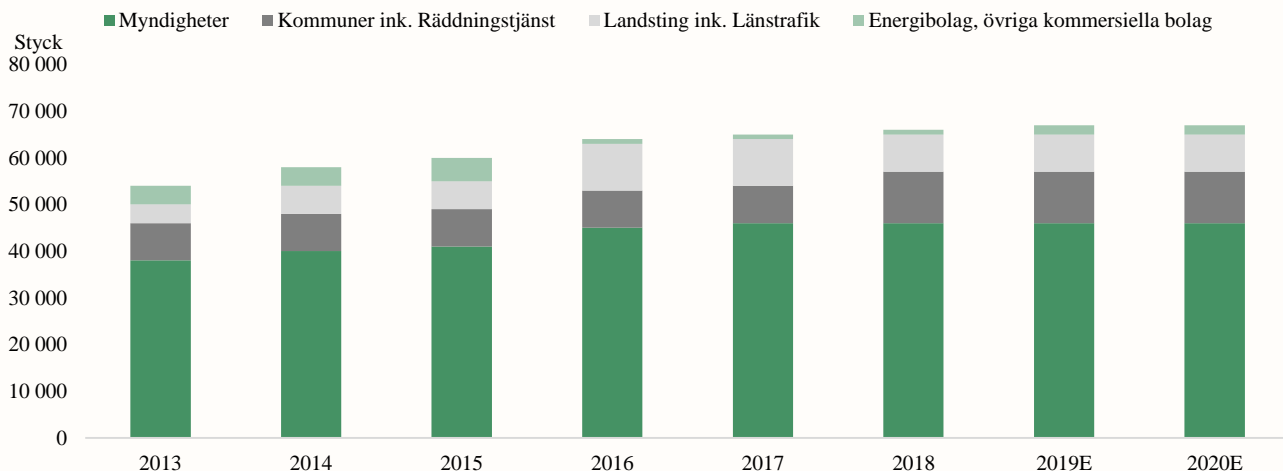


Källa: Tractica (2016)

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

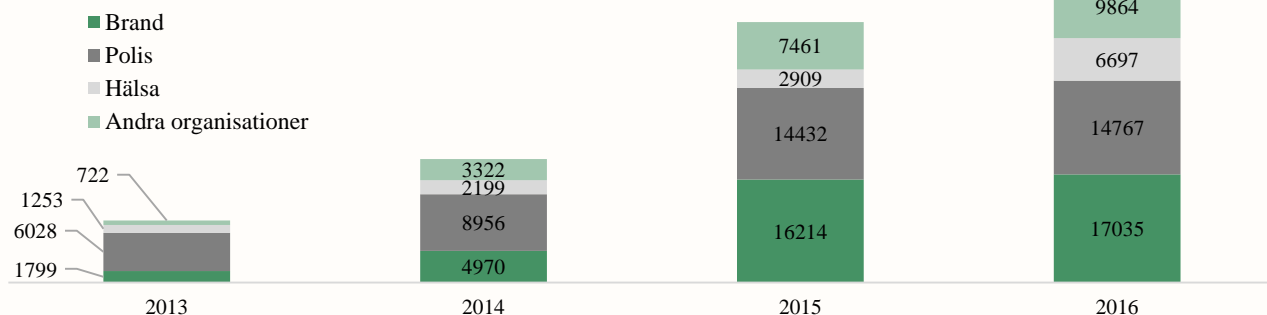
²Tractica – Biometrics Markets Forecast, 2016

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



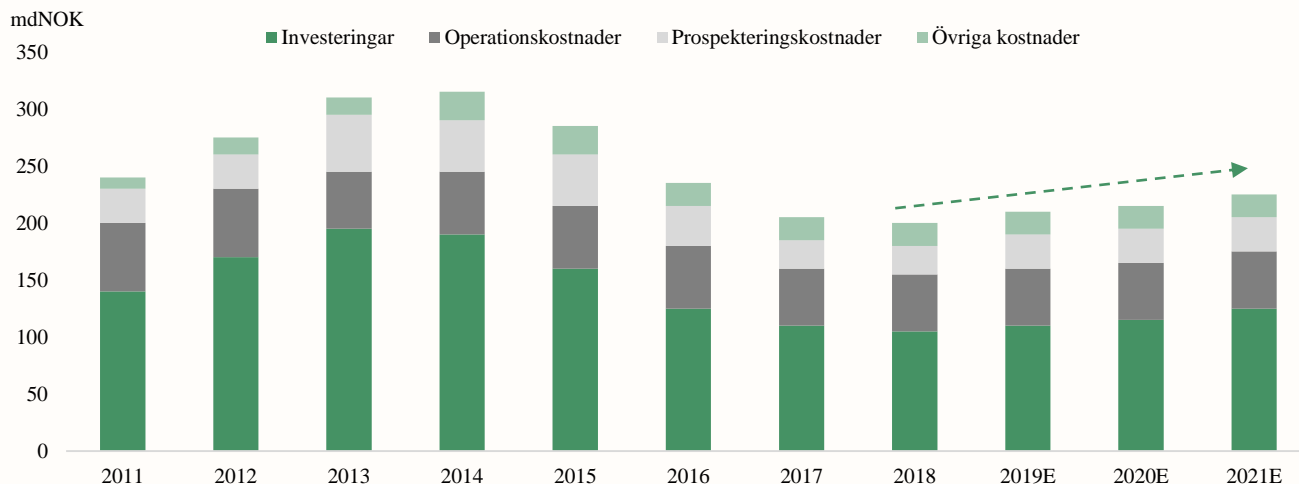
Källa: Nødnett Norge (2016)

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 2018/2019 och framåt.

Investeringar i oljeindustrin är korrelerade med priset på olja. Efter sjunkande investeringar förväntas investeringar stiga från 2018/2019 och framåt. Utvecklingen nedan avser den norska marknaden.

Planlagd oljeinvestering Norge



Källa: Norwegian Petroleum Directorate (NPD) (2016)

¹Norwegian Petroleum Directorate

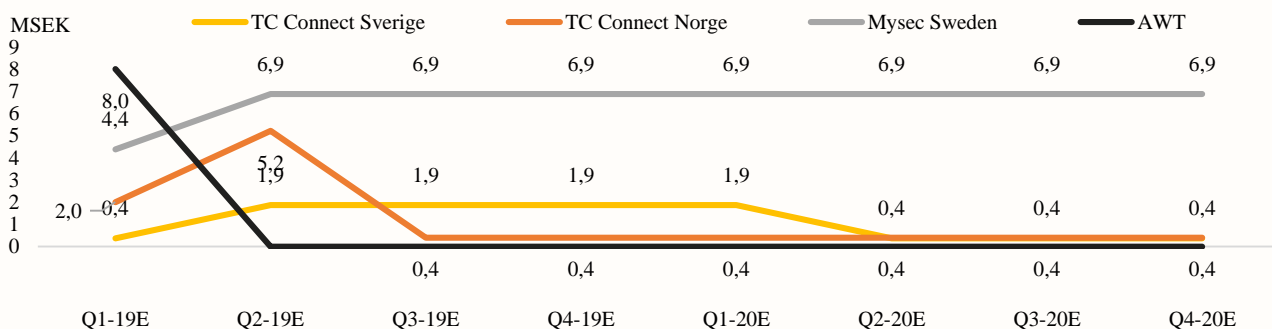
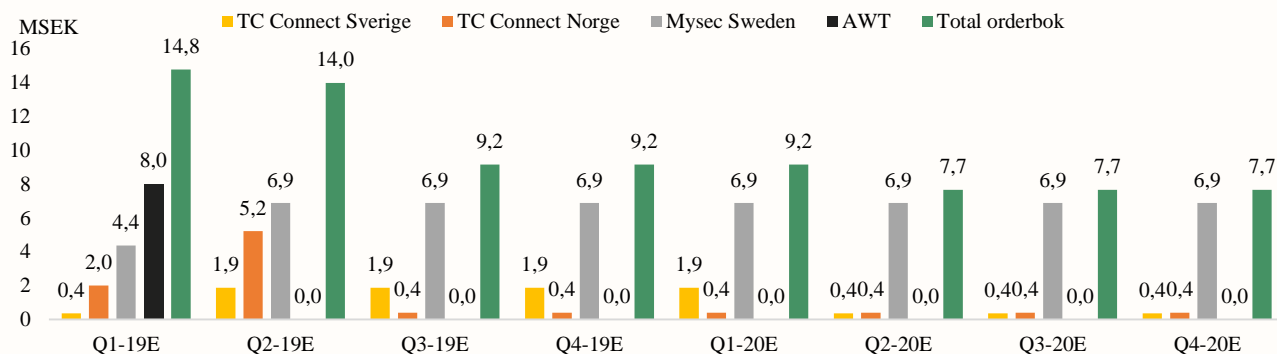
ESTIMERAD ORDERBOK

Analys av TCECUR:s orderbok

TCECUR har under perioden 2018-01-01 fram tills idag (2019-06-14) kommunicerat 13 orders. Totala kommunicerade ordervärden uppgår till ca 86-88 MSEK, där vissa valutajusteringar gjorts avseende TC Connect Norge som innebär ordervärden i norsk valuta. I nedan diagram och tabell framgår Analyst Groups uppskattning om hur TCECUR:s kommunicerade orders för respektive dotterbolag estimeras att bokas under kommande kvartal perioden 2019-2020. Notera att dessa estimat endast baseras på kommunicerade orders och är Analyst Groups uppskattning om hur de kommer att bokföras under respektive kvartal.

Idag är det primärt Mysec som står för störst andel av den totala orderboken.

Estimat om hur kommunicerade orders förväntas bokas mot kommande kvartal



Analyst Groups prognos

| Estimerad orderbok (tSEK) | Q1-19E | Q2-19E | Q3-19E | Q4-19E | Q1-20E | Q2-20E | Q3-20E | Q4-20E |
|---------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Mysec Sweden | 4 375 | 6 875 | 6 875 | 6 875 | 6 875 | 6 875 | 6 875 | 6 875 |
| AWT | 8 000 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| TC Connect Sverige | 375 | 1 875 | 1 875 | 1 875 | 1 875 | 375 | 375 | 375 |
| TC Connect Norge | 2 006 | 5 216 | 401 | 401 | 401 | 401 | 401 | 401 |
| Total orderbok | 14 756 | 13 966 | 9 151 | 9 151 | 9 151 | 7 651 | 7 651 | 7 651 |

Viktigt att understryka är att som nämnt baseras ovan på enbart kommunicerade orders. Samma metodologi för Q1-19 resulterade i en estimerad orderbok om ca 14 MSEK, att jämföra med faktisk omsättning som uppgick till 52 MSEK. Det är således viktigt att påpeka att TCECUR, utöver de orders de kommunicerar, har löpande avtal och återkommande intäkter utöver dessa. I Q1-rapporten 2019 framgick t.ex. informationen att återkommande intäkter motsvarade ca 21 % av försäljningen under Q1-19, och att ineliggande orderstock och serviceavtal uppgår till ca 60 MSEK. Det finns således en underliggande affär som pågår löpande. Se sida 15 för våra fullständiga prognoser för TCECUR-koncernen.

FINANSIELL PROGNOSS

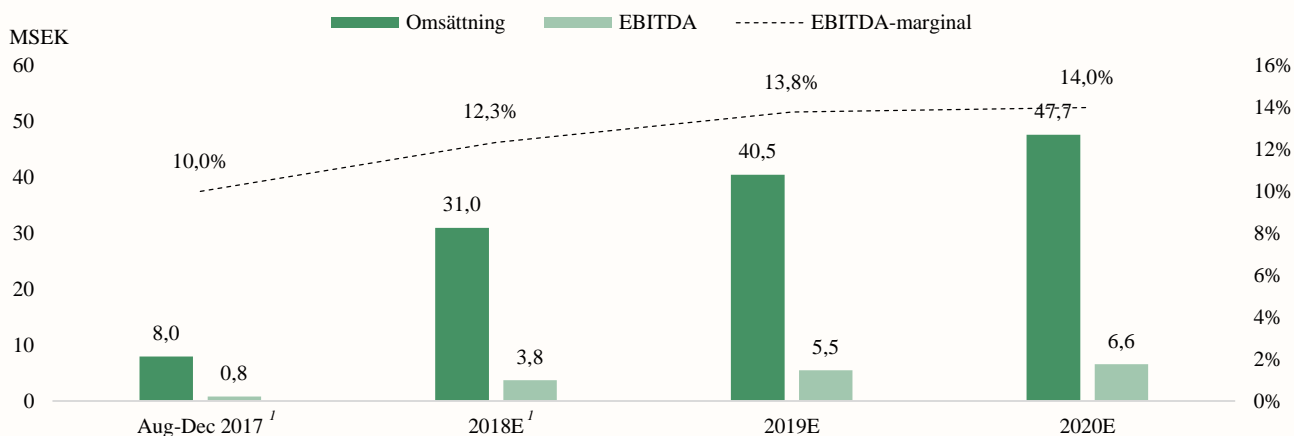
AW Technic AB

Företaget tillhandahåller säkerhetslösningar inom övervakning, passersystem, identifikation och biometri, med kunder både i Sverige och övriga Europa. AWT 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.

Med tanke på att TCECUR inte särredovisar sina dotterbolags räkenskaper, får uppskattningar göras. Under 2018 uppgick omsättningen från svenska marknaden (AWT, Mysec och TC Connect Sverige) till totalt 95,3 MSEK. Vi estimerar att AWT stod för ca 33 % av den omsättningen (31 MSEK). Med tanke på att AWT 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 AWT fortfarande en relativt liten aktör på marknaden. För perioden 2018-2019 antas en konservativ omsättningstillväxt. Från 2018 och framåt antas en svagt stigande rörelsemarginal, vilket motiveras av att förväntad tillväxt kommer hålla ned marginalerna.

AWT verkar inom biometrimarknaden, en marknad som förväntas växa framgent och ge dotterbolaget medvind.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2020E, AWT c, Base-scenario



¹ Detta är Analyst Groups uppskattning.

Analyst Groups prognos

TC Connect Sverige AB

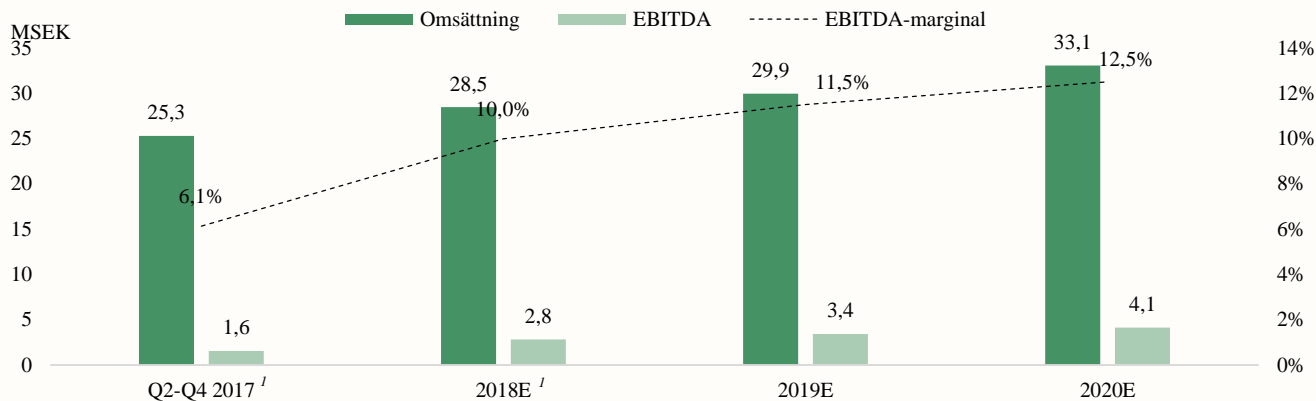
Relativt Mysec och AWT estimeras TC Connect Sverige stå för en mindre andel av den totala försäljningen i Sverige, som under 2018 uppgick till ca 95,3 MSEK. För TC Connect estimeras omsättning ha uppgått till omkring 28 MSEK för 2018, vilket motsvarar ca 30 % av den totala omsättningen från Sverige. Jämfört med t.ex. AWT och Mysec har TC Connects verksamhet lägre marginaler idag, vilket förklaras av dotterbolagets produkt erbjudandet som riktar sig mot radio- och kommunikationsmarknaden, att jämföra med AWT och Mysec som verkar inom säkerhetsmarknaden med högre marginal. Marginalerna för TC Connect Sverige estimeras dock öka över tid.

På nästa sida presenterad en sammanfattad prognos för TC Connect Sveriges omsättning och rörelseresultat perioden 2018-2020.

FINANSIELL PROGNOSS

TC Connect Sverige förväntas växa i en stabil takt med en ökad rörelsemarginal.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2020E, TC Connect Sverige, Base scenario



Analyst Groups prognos

¹Detta är Analyst Groups uppskattning.

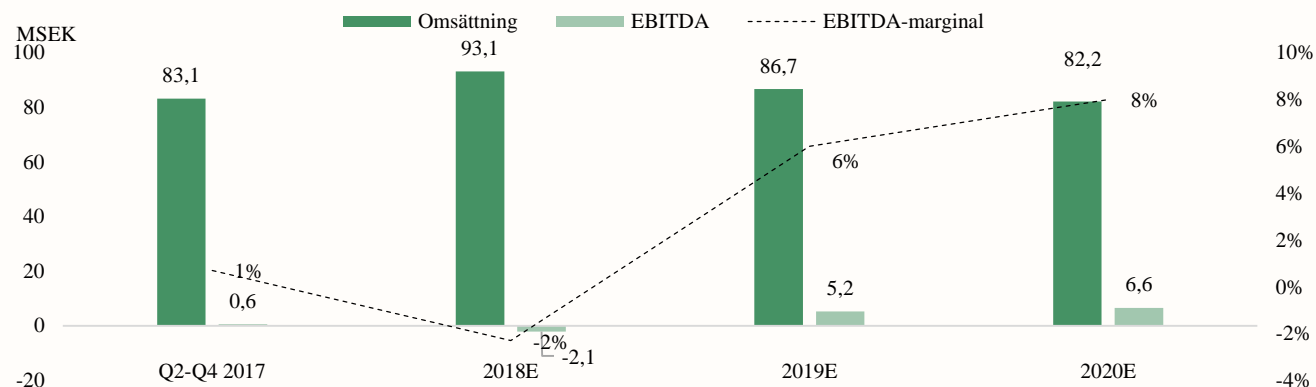
TC Connect Norge

TC Connect Norge har under en längre tid dragits med lönsamhetsproblem där verksamheten har haft svårt att få behålla någon större marginal i de projekt som ingått. Affärsmodellen har varit att vinna stora affärer med långa leveranstider och höga ordervärden. Under december 2018 tillträdde Harald Rønning som ny VD och kommer arbeta utifrån en ny strategi. Dotterbolaget ska satsa mer på det egna nätverket med relaterade produkter och fokusera på effektiv service och leverans. I Q1-rapporten 2019 guidar TCECUR för att TC Connect Norge, med ny ledning, ska arbeta utifrån en affärsmodell som prioriterar lönsamhet framför volym. Enligt TCECUR har dotterbolaget inlett 2019 enligt plan.

Under 2018 omsatte TC Connect Norge ca 93 MSEK, med ett negativt EBITDA-resultat om -1,5 MSEK. Med tanke på den nya strategin tror vi att TC Connect Norge under 2019 och 2020 kommer att skala bort projekt med låg marginal, något som i absoluta tal kommer innebära en lägre omsättning. Samtidigt räknar vi med att dotterbolaget kan uppnå en högre rörelsemarginal.

TC Connect Norge har haft svårigheter, den nya affärsmodellen innebär ett större fokus på högre marginaler snarare än volym.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2018-2020E, TC Connect Norge, Base scenario



Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOS

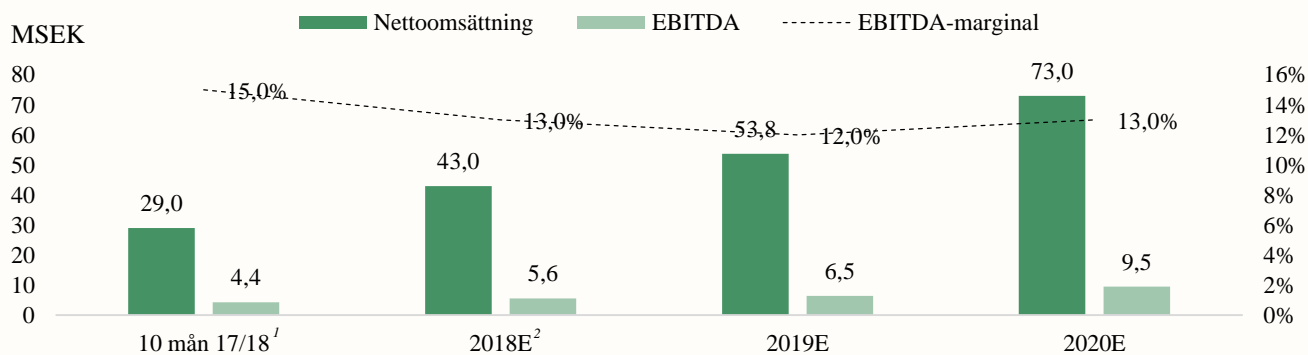
Mysec Sweden AB

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 anläggarfirma 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 2018-2020, men med något lägre lönsamhet som konsekvens av tillväxten. I prognoserna har även det förvärv som Mysec under juni 2019 genomförde av Larmator inkluderats. Larmator omsätter omkring 7 MSEK med ensiffrig marginal.

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 % tillfälla Koncernen för räkenskapsåret 2018.
²Detta är Analyst Groups uppskattning.

Nya förvärv förväntas mellan 2019 och 2020, men modelleras inte explicit

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 AWT, och mars 2018 ingicks avsiktsförklaring om att förvärva säkerhetsföretaget Mysec, där tillträde skedde den 1 mars 2018. Under juni 2019 förvärvade Mysec bolaget Larmator och AWT förvärvade under samma månad tyska Comex.

Till följd av svårigheter att prognostisera när i tiden nya förvärv kan komma att ske, exakt hur dessa ser ut och hur köpeskillningarna finansieras och struktureras, väljer Analyst Group att exkludera potentiella förvärv i gjorda prognoser. Givet att TCECUR kan få rätt finansiella förutsättningar på plats räknar vi med att förvärv sker, där tillkommande dotterbolag får ses som en extra option på gjorda prognoser.

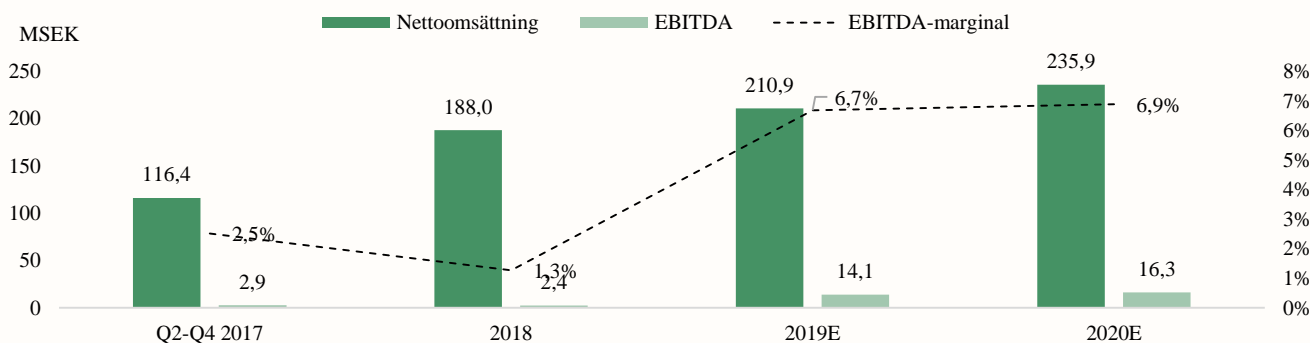
FINANSIELL PROGNOSS

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 dock 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) 2019-2020E, TCECUR, Base-scenari



Analyst Groups prognos

| Resultaträkning, TCECUR – Analyst Groups prognos | Q2-Q4 2017 | 2018 | 2019E | 2020E |
|--|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 116,4 | 188,0 | 210,9 | 235,9 |
| Övriga rörelseintäkter | 0,2 | 0,4 | 0,0 | 0,0 |
| Totala intäkter | 116,6 | 188,4 | 210,9 | 235,9 |
| Kostnad sålda varor | -62,0 | -101,4 | -112,9 | -124,3 |
| Bruttoresultat | 54,6 | 87,0 | 98,0 | 111,6 |
| Bruttomarginal | 46,9% | 46,3% | 46,5% | 47,3% |
| Rörelsekostnader | -51,7 | -84,6 | -83,9 | -95,3 |
| EBITDA | 2,9 | 2,4 | 14,1 | 16,3 |
| EBITDA-marginal | 2,5% | 1,3% | 6,7% | 6,9% |
| Av- och nedskrivningar | -3,1 | -4,5 | -1,7 | -1,7 |
| EBIT | -0,1 | -2,1 | 12,4 | 14,6 |
| EBIT-marginal | -0,1% | -1,1% | 5,9% | 6,2% |
| Finansnetto | -0,8 | -3,3 | 0,2 | 0,2 |
| EBT | -1,0 | -5,4 | 12,6 | 14,8 |
| Skatt | 0,1 | 0,1 | -4,0 | -3,2 |
| Nettoresultat | -0,9 | -5,3 | 8,7 | 11,6 |
| Nettomarginal | -0,8% | -2,8% | 4,1% | 4,9% |

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 senast antal utestående aktier samt befintliga räntebärande skulder. 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 | 2018 | 2019E | 2020E |
|--------------------------|-------|-------|-------|
| P/S | 0,6 | 0,5 | 0,5 |
| EV/S | 0,7 | 0,6 | 0,5 |
| EV/EBITDA | 56,2 | 8,7 | 6,7 |
| EV/EBIT | -65,2 | 9,9 | 7,5 |
| P/E | -20,6 | 12,7 | 9,5 |
| VPA | -1,1 | 1,9 | 2,5 |

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 |
|-----------|-----------------|
| 2,2 | 2,4 |
| EV/EBITDA | EBITDA-marginal |
| 21,1 | 11,5 % |

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 8,6 mdSEK (2019-06-11) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 3,9 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 11,5 %.

Indutrade

| P/S | EV/S |
|-----------|-----------------|
| 2,1 | 2,3 |
| EV/EBITDA | EBITDA-marginal |
| 21,2 | 11,1 % |

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 35,6 mdSEK (2019-06-11) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 17,3 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 11,1 %.

ADDTECH

| P/S | EV/S |
|-----------|-----------------|
| 1,8 | 2,0 |
| EV/EBITDA | EBITDA-marginal |
| 22,1 | 9,0 % |

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 18,1 mdSEK (2019-06-11). 12 månader rullande försäljning uppgår till 10 mdSEK, med EBITDA-marginal 9,0 %.

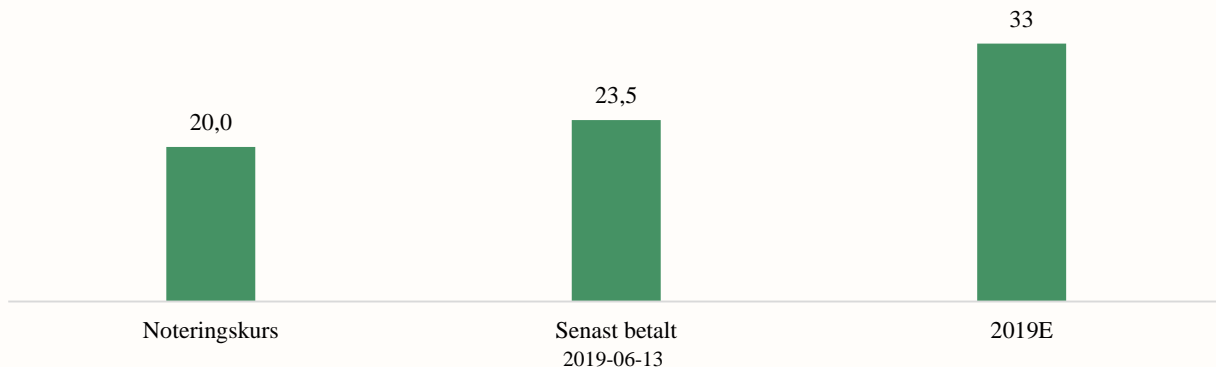
Medelvärde av ovan nämnda företags EV/EBITDA-multiplar är ca 21. Samtliga företag är större än TCECUR och noterade på Nasdaq Mid- och Large Cap. Det motiverar att TCECUR ska handlas till en värderingsrabatt. Givet en konservativ värderingsrabatt tillämpas EV/EBITDA 12 på 2019 års prognostiserade EBITDA-resultat som målmultipel. Med en EBITDA-resultat om ca 14 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) om ca 170 MSEK i ett Base scenario. Med hänsyn till antagen skuldsättning och tillgänglig kassa, ger det en börsvärdering (Market Cap) ca 160 MSEK, eller 33 kr per aktie.

33 KR

PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Givet EV/EBITDA 12 som målmultipel på 2019 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om ca 160 MSEK.

Potentiell aktievärdering på 2019 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

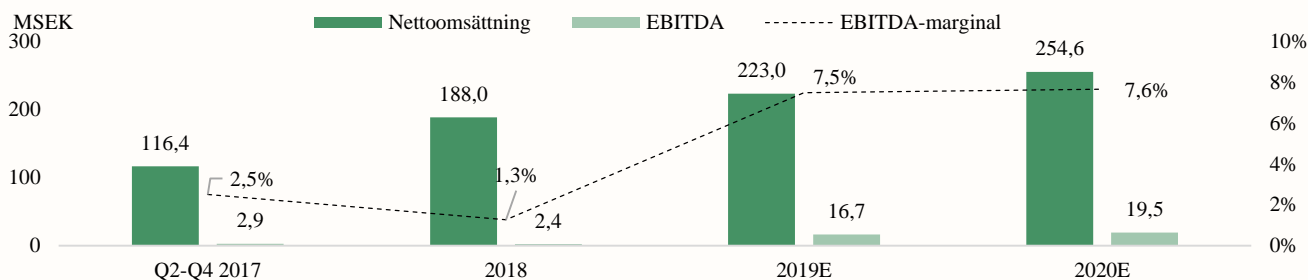
BULL & BEAR

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. AWT gynnas av god tillväxt i biometrimarknaden och företagets befintliga referenskunder kan underlätta införsäljning till nya kunder. Det kan antas att även övriga dotterbolag gynnas av AWT:s kundnätverk, d.v.s. försäljningssynergier kan uppstå. Även 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, samtidigt som omställningen i Norge med att få upp lönsamheten går bättre än väntat.

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

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2019-2020E, TCECUR, Bull-scenario



Analyst Groups prognos

40 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

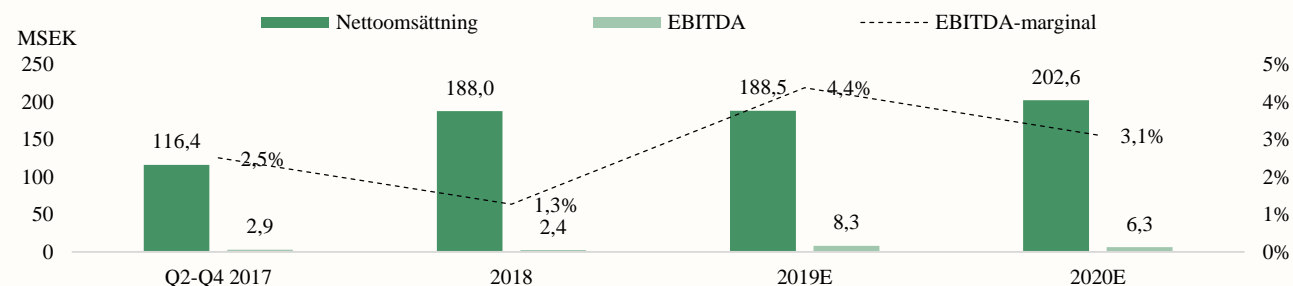
Med en målmultipel om EV/EBITDA 12 på 2019 års prognos erhålls en värdering om 40 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till antagen kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

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 även Norge fortsatt dras med problem, och omsättningen till högre lönsamhet tar längre tid än väntat.

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) 2019-2020E, TCECUR, Bear scenario



Analyst Groups prognos

17 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Med en målmultipel om EV/EBITDA 12 på 2019 års prognos erhålls en värdering om 17 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till antagen kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

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 287 538 aktier (6,1 %) i TCECUR AB och 40 000 teckningsoptioner.*



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 10 380 aktier (0,2 %) i TCECUR AB och 40 000 teckningsoptioner.*



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 287 538 aktier (6,1 %) i TCECUR AB och har 30 000 teckningsoptioner.*



Per Lindstrand, Verkställande Direktör AW Technic AB

Per är civilingenjör från Kungliga Tekniska Högskolan med inriktning datasäkerhet. Han har sedan 2012 drivit AWT och under dessa år erhållit en gedigen kunskap om avancerade säkerhetssystem, främst med fokus på komplexa, globala lösningar som Tyco Software House CCURE och Honeywell Pro-Watch för kärnkraftverk, investmentbanker, industrier, IT- bolag och läkemedelsbolag. Under sin tid på AWT har företaget genomfört installationer i Norden, England, Nederländerna, Tyskland och Frankrike. AWT har även lyckats uppnå den högsta certifieringsnivån, Platinum, som integratör för Honeywell. *Per äger 279 690 aktier (6,0 %) i TCECUR AB och har 30 000 teckningsoptioner.*



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 (0,02 %) i TCECUR AB och 30 000 teckningsoptioner.*



Harald Rønning, Verkställande Direktör TCECUR Norge A/S

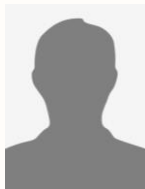
Harald är utbildad civilingenjör och ekonom och har en bakgrund inom Telenor med chefsjobb inom projektledning och försäljning. Under åren 2002 till 2014 var Harald VD i Safetel AS, som utvecklades med stark tillväxt och god lönsamhet under hans ledning. Efter att Safetel fusionerades med Multicom skapades Addsecure, en av Nordens största säkerhetskoncerner. *Harald äger 2 380 aktier (0,1 %) i TCECUR AB och 30 000 teckningsoptioner.*

LEDNING & STYRELSE



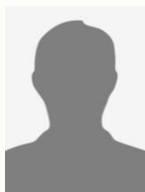
Tommy Lundqvist, Styrelseordförande TCECUR AB

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 35 809 aktier (0,8 %) i TCECUR AB.*



Håkan Blomdahl, Styrelseledamot TCECUR AB

Håkan är Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm samt civilingenjör i teknisk fysik på Kungliga Tekniska Högskolan i Stockholm. Han är styrelseordförande i storägaren Mertiva och VD i Triega AB. Andra styrelseuppdrag inkluderar bl.a. Norvida Holding AB, SBC Sveriges Bostadsrätts Centrum AB, Triona AB och Arbona AB. *Styrelseordförande i Mertiva som äger 924 840 aktier och styrelseordförande i Arbona som äger 470 000 aktier (19,7 %).*



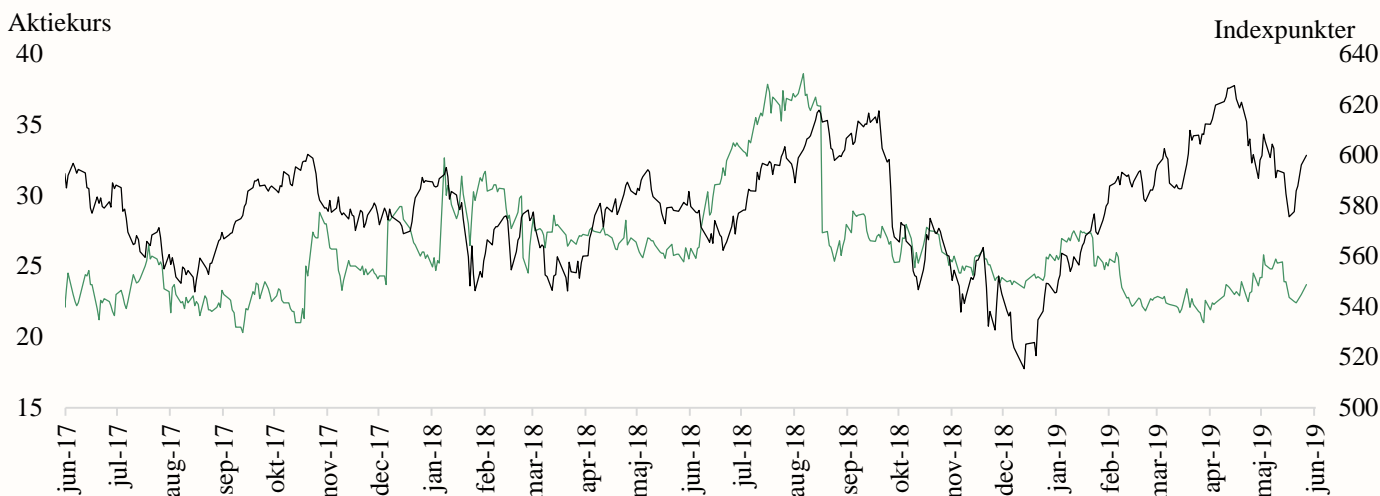
Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR AB

Martin har en utbildning som Civilingenjör och Civilekonom och har bakgrund från bl.a. McKinsey & Co, Nordstjärnan, B&B Tools och som VD för Bright Group i Sverige. Martin är idag VD på storägaren Arbona. Han har jobbat såväl som ägare och styrelseledamot, samt i operativa befattningar i små och medelstora bolag. *Innehav av aktier i Bolaget: VD i Arbona som äger 470 000 aktier (10,0 %).*

APPENDIX

Aktiekursens utveckling

— TCC — OMXSPI



| TCECUR AB - Koncernen (tSEK) | Q1-17 | Q2-17 | Q3-17 | Q4-17 | Q1-18 | Q2-18 | Q3-18 | Q4-18 | 2018 | Q1-19 |
|-------------------------------------|-----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|
| Nettoomsättning | 37 300 | 33 732 | 33 620 | 49 021 | 35 699 | 42 793 | 47 615 | 61 880 | 187 987 | 52 255 |
| Övriga rörelseintäkter | 0 | 49 | 125 | 46 | 152 | 68 | 100 | 111 | 430 | 306 |
| Totala intäkter | 37 300 | 33 781 | 33 745 | 49 067 | 35 851 | 42 861 | 47 715 | 61 991 | 188 417 | 52 561 |
| Råvaror och förnödenheter (COGS) | -21 600 | -16 693 | -19 748 | -25 563 | -15 458 | -23 834 | -28 592 | -33 511 | -101 396 | -28 411 |
| Bruttoresultat | 15 700 | 17 088 | 13 997 | 23 504 | 20 393 | 19 027 | 19 123 | 28 480 | 87 021 | 24 150 |
| <i>Bruttomarginal</i> | 42,1% | 50,5% | 41,3% | 47,9% | 56,7% | 44,3% | 40,0% | 45,8% | 46,1% | 45,6% |
| Personalkostnader | -11 500 | -8 864 | -10 650 | -13 420 | -12 838 | -16 972 | -11 536 | -18 533 | -59 879 | -16 968 |
| Övriga externa kostnader | -6 900 | -4 653 | -4 288 | -9 505 | -6 588 | -5 896 | -5 217 | -7 083 | -24 788 | -6 439 |
| Övriga rörelsekostnader | 0 | -274 | -10 | 0 | -132 | 0 | 62 | 110 | 44 | -24 |
| EBITDA | -2 700,0 | 3 297,0 | -951,0 | 579,0 | 835,0 | -3 841,0 | 2 432,0 | 2 974,0 | 2 398,0 | 719,0 |
| <i>EBITDA-marginal</i> | -7,2% | 9,8% | -2,8% | 1,2% | 2,3% | -9,0% | 5,1% | 4,8% | 1,3% | 1,4% |
| Av- och nedskrivningar | -400 | -966 | -992 | -1 110 | -1 033 | -1 112 | -1 195 | -1 125 | -4 465 | -2 246 |
| EBIT | -3 100 | 2 331 | -1 943 | -531 | -198 | -4 953 | 1 237 | 1 849 | -2 067 | -1 527 |
| <i>EBIT-marginal</i> | -8,3% | 6,9% | -5,8% | -1,1% | -0,6% | -11,6% | 2,6% | 3,0% | -1,1% | -2,9% |
| Ränteintäkter | 700 | 37 | 81 | 662 | 174 | 348 | -342 | -15 | 165 | 111 |
| Räntekostnader | -300 | -347 | -363 | -917 | -298 | -618 | -1 461 | -1 136 | -3 513 | -821 |
| EBT | -2 700 | 2 021 | -2 225 | -786 | -322 | -5 223 | -566 | 698 | -5 415 | -2 237 |
| Skatt | 100 | -493 | 543 | 66 | 114 | 119 | 36 | -104 | 68 | 370 |
| Nettoresultat | -2 600 | 1 528 | -1 682 | -720 | -208 | -5 104 | -530 | 594 | -5 347 | -1 867 |
| <i>Nettomarginal</i> | -7,0% | 4,5% | -5,0% | -1,5% | -0,6% | -11,9% | -1,1% | 1,0% | -2,8% | -3,6% |

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 fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: 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 2014-2019). 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 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE