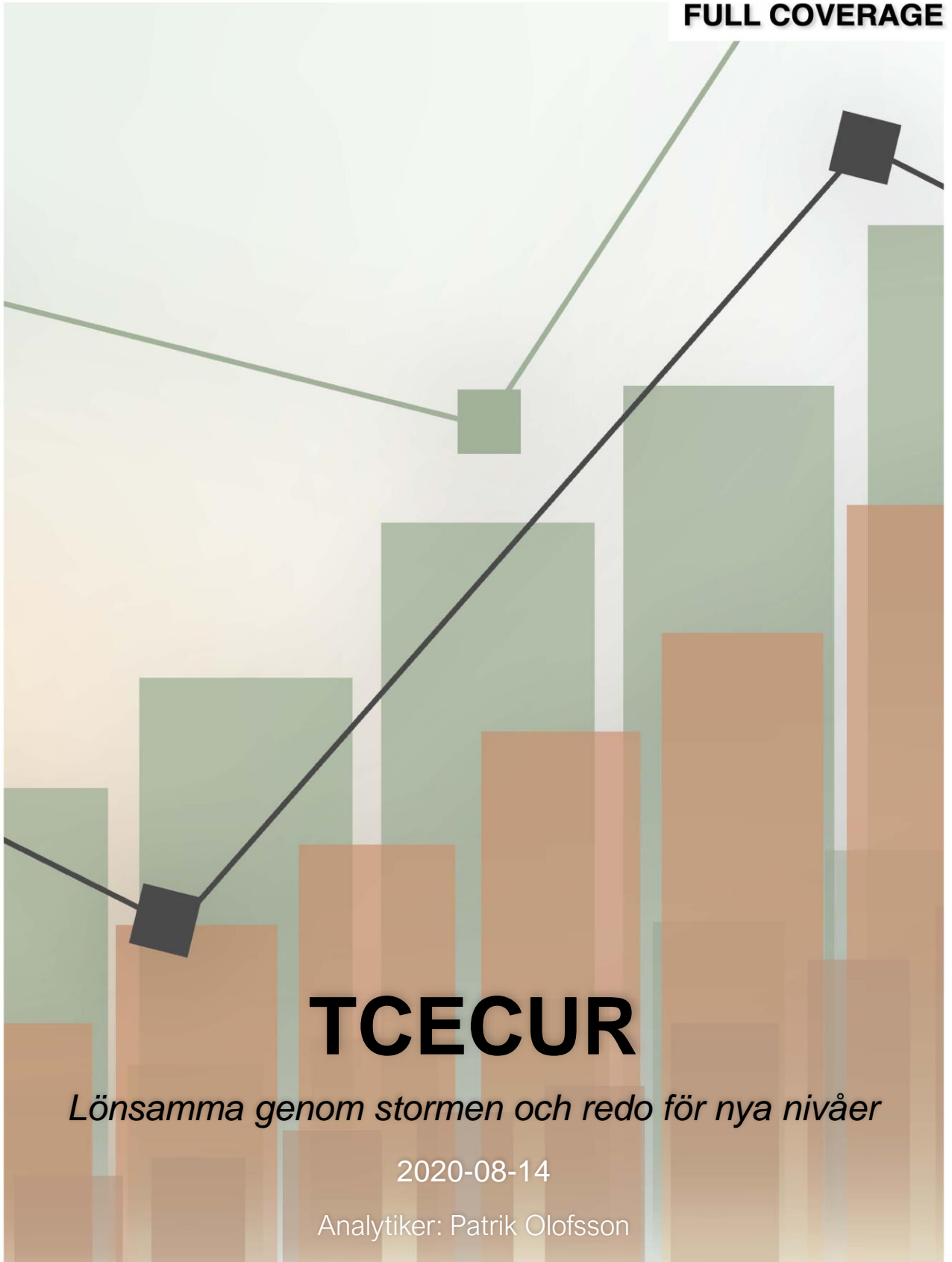


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



TCECUR

Lönsamma genom stormen och redo för nya nivåer

2020-08-14

Analytiker: Patrik Olofsson

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

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

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

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

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

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

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

TCECUR 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 dotterbolagen TC Connect Norge AS, TC Connect Sweden, AWT och Mysec Sweden AB.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q2-20	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-13
Värdering	14
Bull & Bear	15
Ledning & styrelse	16-17
Appendix	18
Disclaimer	19

VÄRDEDREVARE

7 av 10

Kostnadsförbättringar, ökad lönsamhet och nya förvärv är värde drivarna för TCECUR under 2020. TCECUR är en teknikkoncern och givet fortsatt ökad rörelsemarginal, och tillväxt, finns utrymme för uppvärdering. Under 2020 estimeras de svenska dotterbolagen gå fortsatt starkt, samt att omställnings-arbetet i Norge fortsätter bära frukt vilket bidrar till att Koncernen får upp lönsamhet ytterligare.

HISTORISK LÖNSAMHET

6 av 10

TCECUR som koncern har existerat under en förhållandevis kort period. TC Connect Norge har tidigare tyngt lönsamheten, samtidigt som TC Connect Sweden tillsammans AWT och Mysec visar god lönsamhet. Då den norska verksamheten tidigare har stått för relativt stor andelen av Koncernens omsättning så har det fått genomslag på marginalerna. Detta håller nu på att förändras i och med att Norge-delen just nu vänder runt till lönsamhet. Vi bedömer att fortsatt förbättringsutrymme finns, angivet betyg är dock endast baserat på historik och är ej framåtblickande.

LEDNING & STYRELSE

7 av 10

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 53 % av aktierna i TCECUR. Klas Zetterman, VD sedan våren 2020 för, har imponerande erfarenheter och förväntas kunna tillföra bra värde för Koncernen.

RISKPROFIL

3 av 10

TCECUR:s dotterbolag har existerat under en längre tid som separata företag och har etablerade leverantörer och kunder. Framöver ska TCECUR fortsätta förvärva, vilket i sig resulterar i utmaningar. Vidare är det av stor vikt att Norge-verksamheten kan fortsätta öka sin marginal, en verksamhet som tidigare har tyngt lönsamheten. TCECUR:s finansiella position är god med en soliditet på 47 % och en tillgänglig kassa på ca 12,5 MSEK. Vid utgången av Q2-20 var det operativa kassaflödet positivt och LTM understiger dessutom Net Debt/EBITDA 2,5x och uppgår nu till 2,1x, vilket bidrar till en sänkt riskprofil.

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

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

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

TCECUR AB (TCC)

LÖNSAMMA GENOM STORMEN OCH REDO FÖR NYA NIVÅER



Med Q2-rapporten presenterad så visar TCECUR att omställningsarbetet i Norge verkligen börjar ge resultat, där dotterbolaget visar lönsamhet för andra kvartalet i rad. De svenska bolagen är fortsatt stabila, detta trots en minst sagt utmanande vår till följd av rådande pandemi. Med ordrar som skjutits in i Q3, en stabil finansiell position och en rörelsemarginal som fortsätter stiga, blir årets två återstående kvartal mycket intressanta att följa. Vi tycker TCECUR levererar varför vi väljer att justera upp vår målmultipel och därmed även vårt värderingsintervall, där vi i ett Base scenario ser ett motiverat värde per aktie om 28 kr (25) på 2020 års prognos.

Plus på sista raden

Under Q2-20 uppgick omsättningen till 42,6 MSEK (45,7), motsvarande en minskning om 7 % Q-Q, med ett EBIT-resultat om 1,3 MSEK (-2,3). Den minskade försäljningen förklaras dels av den planerade ändringen av affären i Norge, dels av att ett antal ordrar flyttats till Q3 främst på grund av den pågående pandemin. Det starkaste i rapporten anser vi är EBIT-resultatet om +1,3 MSEK, där tidigare problemtunga TC Connect Norge fortsätter att bidra med ett positivt resultat även under årets andra kvartal, något vi ser som ett bevis på att omställningen i Norge går som den ska. Sett till de svenska dotterbolagen går dessa fortsatt bra, vilket tillsammans med Norge-verksamheten resulterade i även ett positivt nettoresultat på koncernnivå om 0,7 MSEK (-2,4) under Q2-20.

Rätta förutsättningarna för en bra höst

Det ska även tilläggas att kvartalet har belastats med engångskostnader om -0,7 MSEK, vilka nu bedöms vara utfasade och således banar väg för en fortsatt starkt rörelsemarginal under H2-20. Detta, i kombination med förskjutna ordrar till Q3, lägger en bra grund för att hösten kan ge god avkastning i både räkenskaper och aktien.

Uppdaterad prognos

Till följd av den planenligt minskade omsättning i Norge, och i spåren av Corona-pandemin som belastat Q2, väljer vi att justera ned vår försäljningsprognos för helåret 2020. Samtidigt justerar vi upp våra marginalestimat, främst motiverat av att Norge börjat leverera i kombination med att tidigare engångskostnader inte förväntas tynga H2-20.

Vi höjer vårt värderingsintervall

TC Connect Norge levererar sitt andra kvartalet i rad med lönsamhet, Sverige-bolagen visar god stabilitet och Net Debt/EBITDA har nu sjunkit från 2,7x till 2,1x LTM. Med ett bra Q2 i ryggen, förbättrad balansräkning och i vad rapporten kan utläsas som positiva utsikter för andra halvan av 2020, har vi all anledning att se fortsatt positivt på TCECUR. I samband med Q2-rapporten väljer vi att justera upp vår målmultipel och därmed även vårt värderingsintervall i samtliga tre scenarion Base-, Bull och Bear.

AKTIEKURS | 21,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2020 ÅRS PROGNOS

BEAR
16 kr

BASE
28 kr

BULL
35 kr

TCECUR AB			
Stängningskurs (2020-08-13)	21,5		
Antal Aktier (st.)	4 690 840		
Market Cap (MSEK)	100,9		
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	32,2		
Enterprise Value (MSEK)	133,1		
V.52 prisintervall (SEK)	14,0 – 22,0		
UTVECKLING			
1 månad	+22,2 %		
3 månader	+27,2 %		
1 år	+4,4 %		
YTD	+10,8 %		
HUVUDÄGARE (KÄLLA: EUROCLEAR, PER 2020-03-31)			
Mertiva AB	19,72 %		
SEC Management AB	15,06 %		
Arbona AB (publ)	10,02 %		
Avanza Pension	6,95 %		
Klas Zetterman	4,88 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Klas Zetterman		
Styrelseordförande	Ole Oftedal		
FINANSIELL KALENDER			
Kvartalsrapport 3 2020	2020-10-19		
PROGNOS (BASE), MSEK			
	2018	2019	2020E
Totala intäkter	189,4	204,2	195,8
Bruttoresultat	88,0	106,1	104,9
Bruttomarginal	46,8%	52,3%	54,3%
EBITDA	2,4	7,8	17,0
EBITDA-marginal	1,3%	3,8%	8,8%
Nettoresultat	-5,2	-4,8	8,3
Nettomarginal	-2,8%	-2,3%	4,3%
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/S	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	55,5	17,2	7,8
EV/EBIT	neg.	neg.	16,0

KOMMENTAR Q2-20

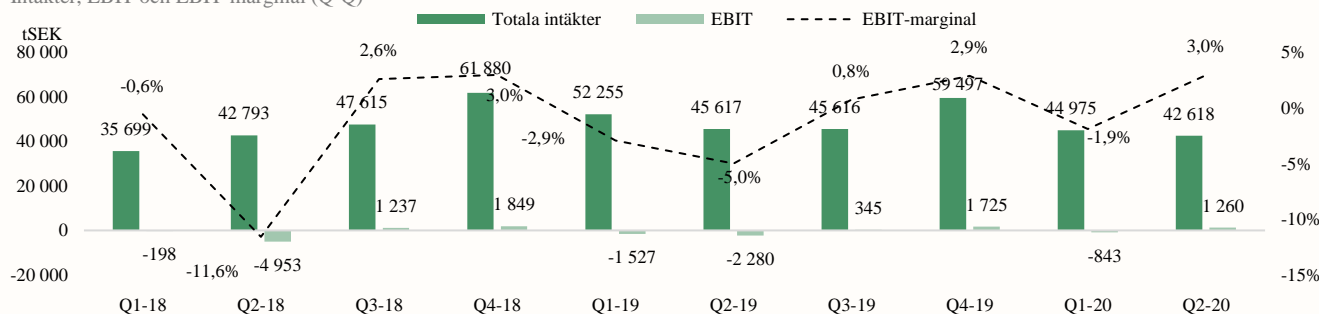
Under andra kvartalet 2020 uppgick nettoomsättningen till ca 42,6 MSEK (45,6), motsvarande en minskning om ca 7 % Q-Q, med ett EBIT-resultat om 1,3 MSEK (-2,3). Den minskade omsättningen förklaras dels av den planerade ändringen av affären i Norge, dels av att ett antal större kunder flyttat sina ordrar till Q3-20 främst på grund av den pågående pandemin. I rapporten går det att utläsa att omsättningen för Norge-segmentet uppgick till ca 12,8 MSEK (17,5), medan Sverige-segmentet tillsammans med Övriga världen uppgick till totalt 29,8 MSEK (28,1).

Men den stora tyngdpunkten i rapporten är inte omsättningen utan snarare det starka rörelseresultat som Koncernen visar upp. På dotterbolagsnivå levererade TC Connect Norge ett positivt resultat även under årets andra kvartal, något vi ser som ytterligare ett bevis på att omställningen i Norge går som den ska. Det ska då även tilläggas att kvartalet har belastats med engångskostnader om 0,7 MSEK som en följd av avveckling av hyresavtal och vissa personalkostnader i Norge som inte kunde belastas föregående kvartal. TCECUR bedömer att dessa engångskostnader nu är de sista härrörande från ändringarna av den norska verksamheten som inleddes under 2019, vilket därmed banar väg för en fortsatt stärkt rörelsemarginal under H2-20. Sett till de svenska dotterbolagen går dessa fortsatt bra, vilket tillsammans med norgeverksamheten resulterade i ett positivt nettoresultat även på koncernnivå om 0,7 MSEK (-2,4) under Q2-20. Som vi tidigare har skrivit i våra analyser av TCECUR så är en av de allra viktigaste faktorerna att bevaka på kort- till medellång sikt att koncernen som helhet kan öka och upprätthålla en uthållig lönsamhet, där en stigande rörelsemarginal anses utgöra en stark värde drivare i aktien under kommande kvartal.

LÖNSAMMA PÅ SISTA RADEN UNDER Q2

Norge fortsätter att vara lönsamma, och i Sverige går dotterbolagen fortsatt stabilt även under Q2-20.

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



Källa: TCECUR

Uppdaterad prognos och höjt värderingsintervall

På grund av pandemin fick TCECUR som så många andra företag en trög inledning på Q2, positivt är dock att Koncernen såg en bra återhämtning från mitten av maj. Orderstocken har växt till ca 35 MSEK (36), vilket således är i linje med jämförbar period 2019. Det anser vi är ett styrketecken med tanke på dels Covid-19 som såklart ”stör” årets kvartal och inte var en faktor under 2019, dels ett ändrat affärsfokus i Norge på mindre och lönsammare affärer. Jämfört med utgången av Q1-20 är dessutom den totala orderstocken 30 % högre vid utgången av Q2-20.

I samband med Q2-rapporten har vi valt att justera vår prognoser, där vi räknar med en något lägre försäljning relativt vår tidigare analys, samtidigt som vi estimerar en högre rörelsemarginal. Detta får även en effekt på värderingsintervallet, nedan framgår tidigare estimat och värderingsintervall jämfört med vår uppdaterade analys.

BÅGEN SPÄND FÖR HÖSTEN 2020

I samband med senaste kvartalsrapporten har vi reviderat våra estimat och värdering, nedan framgår förändringarna.

Estimat före vs. efter Q2-rapporten 2020

Prognos 2020 helår	Före Q2-20	Efter Q2-20	Förändring
Nettoomsättning	208,5	193,1	-15,4
Bruttoresultat	108,7	104,9	-3,8
Bruttomarginal	52,1%	54,3%	2,2%
EBITDA	13,3	17,0	3,7
EBITDA-marginal	6,4%	8,8%	2,4%
EBIT	3,8	8,3	4,5
EBIT-marginal	1,8%	4,3%	2,5%

Källa: Analyst Group

Värderingsintervall före vs. efter Q2-rapporten 2020

Värderingsintervall	Före Q2-20	Efter Q2-20	Förändring
Base scenario (per aktie)	25 kr	28 kr	3,0 kr
Bull scenario (per aktie)	33 kr	35 kr	2,0 kr
Bear scenario (per aktie)	13 kr	16 kr	3,0 kr

Källa: Analyst Group

INVESTERINGSIDÉ

TCECUR är en teknikkoncern som kommande år ska växa både organiskt och genom förvärv. Under 2019 gick de svenska dotterbolagen från klarhet till klarhet, medan den norska verksamheten genomgått ett omfattande omställningsarbete till att fokusera på mindre ordervolymer men med bättre lönsamhet. Under H1-20 så har både Norge- och Sverigesegmenten visat på en positiv start, där en stabil försäljning från de svenska dotterbolagen i kombination med en starkt marginal från TC Connect Norge kan få TCECUR-aktien att klättra vidare under 2020. Givet gjorda prognoser, där TCECUR estimeras kunna visa god lönsamhet under 2020, motiveras i dagsläget ett potentiellt värde om 28 (25) kr per aktie i ett Base scenario.

Säkerhetsmarknaden växer

Den teknologiska och digitala utvecklingen resulterar i ökade krav på säkerhet och tillförlitlighet, där aktörer globalt investerar i identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, övervakning och styrning av säkra kommunikationslösningar. Marknadstillväxten för säkerhetslösningar förväntas drivas av flera faktorer, bl.a. ett ökat behov av att skydda individer såväl som egendom och data, högre betalningsvilja, ökad efterfrågan på användning av trådlös teknik och en större användning av IoT-baserade lösningar. Enligt MarketsandMarkets (2019) förväntas den globala marknaden för säkerhetslösningar växa från ca 258 mdUSD år 2019 till ca 398 mdUSD år 2024, motsvarande en årlig tillväxttakt (CAGR) om 9,0%. TCECUR adresserar flera branscher och aktörer där kraven på säkerhet är hög, bl.a. inom globala finansinstitut, stora produkt- och tjänsteföretag, samhällskritiska organisationer m.fl.

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), varefter de förvärvade bolagen får samma värdering som det förvärvande bolaget efter att de konsoliderats med koncernen (multipelarbiterage).

Ett minst sagt högt insynsägande ingjuter förtroende

Klas Zetterman, VD för TCECUR AB, har lång erfarenhet av försäljning, produktion och affärsutveckling av högteknologiska företag och kommer närmast från rollen som VP och GM för Illinois Tool Works (ITW), vilket är ett av USA:s största börsnoterade industriföretag med över 50 000 anställda och intäkter som överstiger 13 mdUSD. 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 ledning och styrelse uppgår till över 53 % av aktierna i TCECUR AB.

Koncernstruktur och nya förvärv motiverar uppvärdering

I ett Base-scenario prognostiseras TCECUR år 2020 omsätta ca 193 MSEK med ca 4 % EBIT-marginal. Baserat på en relativvärdering, används EV/EBIT 17 som målmultipl. Givet antagen kapitalstruktur, erhålls ett potentiellt värde om 28 kr per aktie på 2020 års prognos.

Upp till bevis för Norge under 2020 – såhär långt ser omställningen ut att lyckas

En mer fokuserad strategi i Norge på färre kundsegment och produktområden skall ge resultat under 2020, vilket kunde ses tecken på i både Q1- och Q2-rapporten som presenterades under maj respektive augusti. För att Koncernen ska kunna uppvisa en stigande lönsamhet är det av stor vikt att bl.a. TC Connect Norge fortsätter vara lönsamma. TCECUR avser även att göra flera förvärv. Om Koncernen ska använda sig av emitterade aktier som betalningsmedel, vilket anses sannolikt, medför det 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. Den organiska tillväxten tillsammans med en högre lönsamhet blir därför viktigt för att realisera en högre värdering på aktien, något som i sin tur ger bättre möjligheter till att genomföra förvärv.

9 %
I ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT

~193 MSEK
ESTIMERAS
OMSÄTTAS
ÅR 2020

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. Rullande 12 månader (Q2-20) omsätter Koncernen ca 193 MSEK och TCECUR har en global närvaro med framstående positioner i både Norge och 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 har uttalat följande långsiktiga finansiella mål:

- **Tillväxt:** den genomsnittliga omsättningstillväxten ska över en konjunkturcykel uppgå till 10 %.
- **Lönsamhet:** den genomsnittliga EBIT-marginalen ska över en konjunkturcykel uppgå till 10 %.
- **Skuldsättning:** nettoskulden ska vara högst 2,5x i förhållande till EBITDA över en konjunkturcykel



VD Per Lindstrand

Dotterbolag i Koncernen

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, Citibank, Johnson & Johnson och GoPro. 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 och tunnelbana. Exempel på kunder är bl.a. Vattenfall och Siemens. Dotterbolagen bedrivs separat under egen ledningsgrupp och med olika affärs- och intäktsmodeller.



VD Robert Birgersson

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



VD Harald Bergby

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

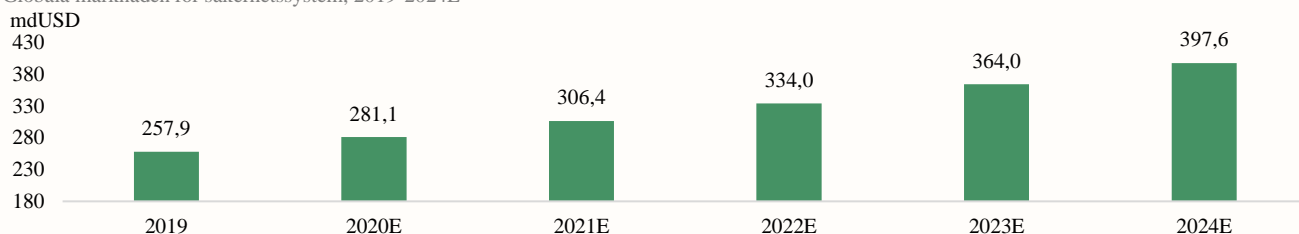
MARKNADSANALYS

Tillväxten i säkerhetsmarknaden drivs av flera faktorer

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

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

Globala marknaden för säkerhetssystem, 2019-2024E



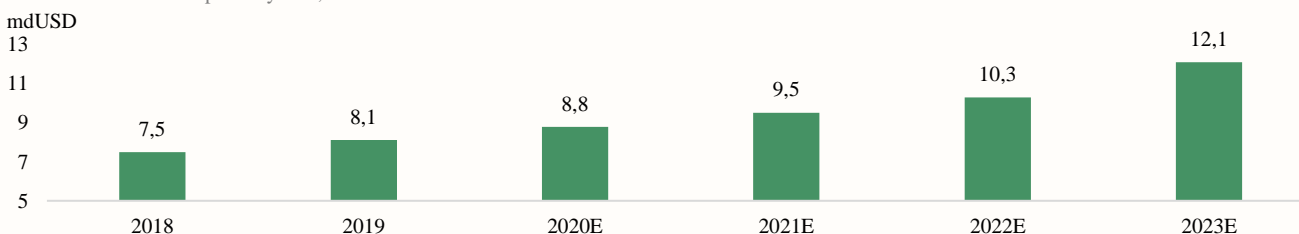
Källa: MarketsandMarkets, 2019.

Den globala marknaden för trådlösa säkerhetssystem förväntas växa årligen (CAGR) med ca 11% under perioden 2017 till 2023, för att nå ett marknadsvärde om 140 mdUSD år 2023.² 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 12 mdUSD år 2023, motsvarande årlig tillväxttakt (CAGR) 8,2%.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, 2018-2023



Källa: MarketsandMarkets, 2019.

Enligt MarketsandMarkets uppskattas marknaden för videoövervakning växa från 45,5 mdUSD 2020 till 74,6 mdUSD år 2025.⁴ 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, 2019, Security Solutions Market worth \$397.6 billion by 2024

²Global Wireless Security System Market, 2020, By Type

³MarketsandMarkets, 2019, Access Control Market by Component - Global Forecast to 2023

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

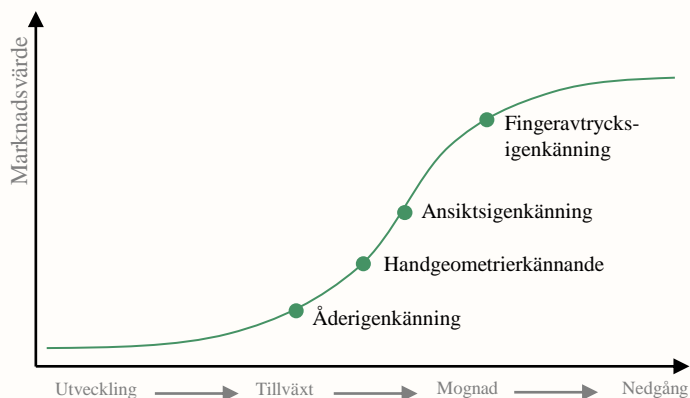
MARKNADSANALYS

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

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

Beroende på biometrilösning förväntas olika tillväxttakter framgent.

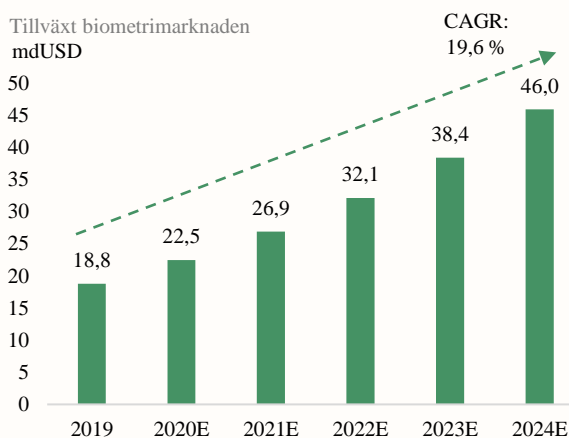
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: TCECUR och Analyst Groups illustration

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden
mdUSD

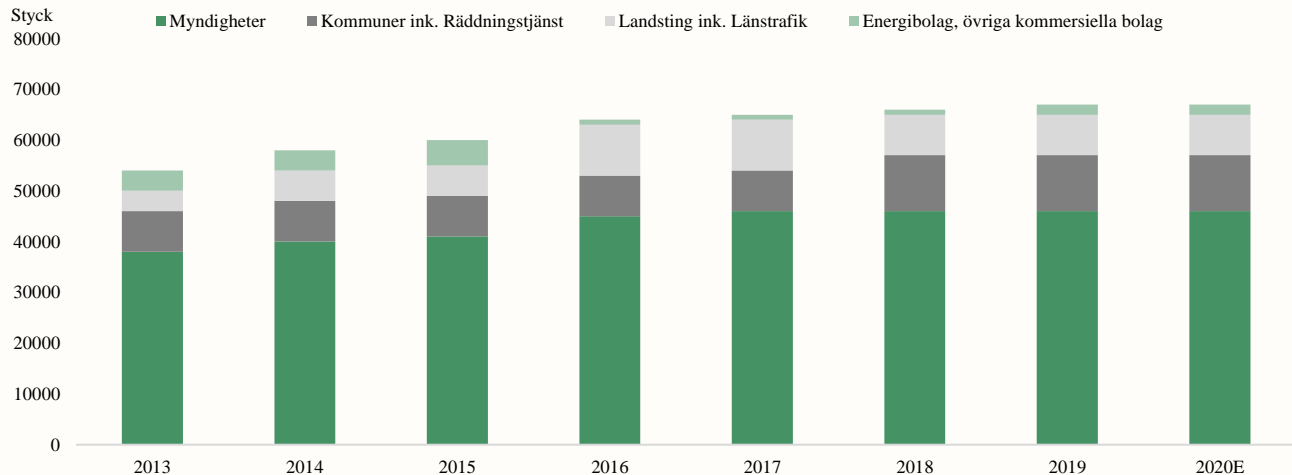


Källa: Frost & Sullivan, 2020

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)

¹Frost & Sullivan, 2020, *Global biometrics market to surpass \$45B by 2024*

FINANSIELL PROGNOSS

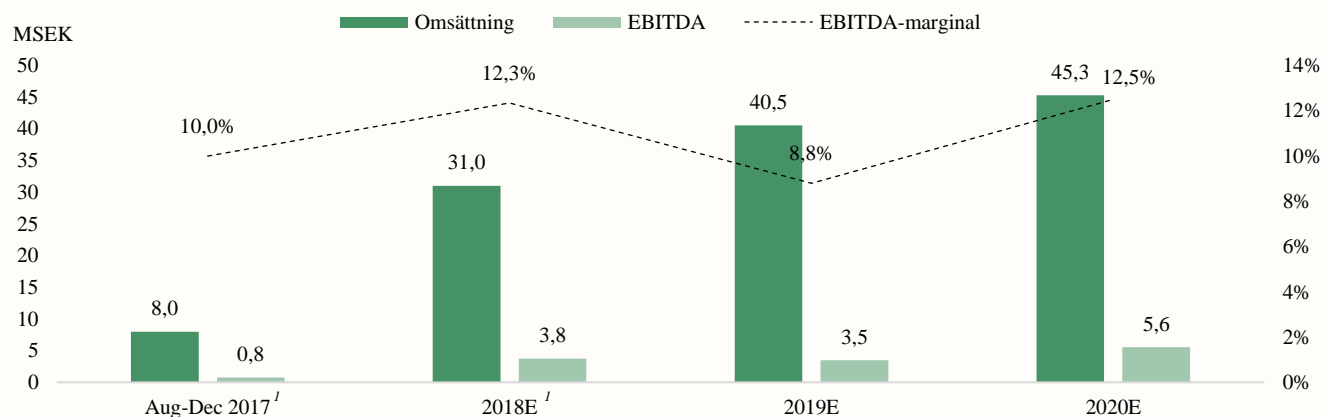
AWT

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 svenska dotterbolags räkenskaper, får uppskattningar göras. Under 2018 uppgick omsättningen från svenska marknaden (AWT, Mysec och TC Connect Sweden) till totalt 95,3 MSEK. Vi estimerar att AWT då 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 2019 stod de svenska dotterbolagen för totalt ca 125 MSEK av omsättning, där vi antar att AWT stod för ca 32 % av den omsättningen (40,5 MSEK). För 2020 antas en konservativ omsättningstillväxt, tillsammans med en stigande rörelsemarginal.

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

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



Analyst Groups prognos

¹ Detta är Analyst Groups uppskattning.

TC Connect Sweden AB

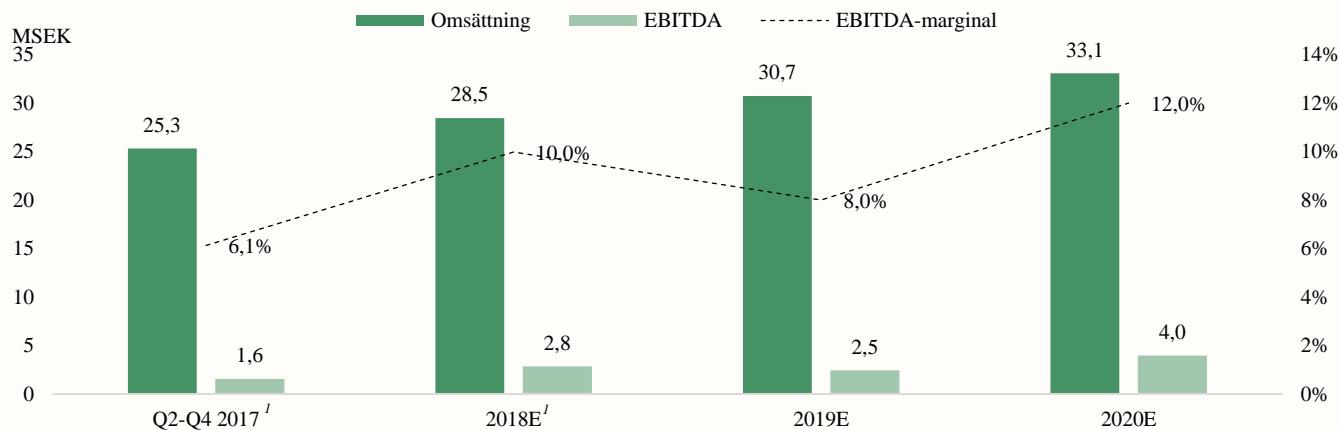
Relativt Mysec och AWT estimeras TC Connect Sweden stå för en mindre andel av den totala försäljningen i Sverige, som under 2018 uppgick till ca 95,3 MSEK. För TC Connect Sweden estimeras omsättning ha uppgått till omkring 28 MSEK för 2018, vilket motsvarar ca 30 % av den totala omsättningen från Sverige. För 2019 antas dotterbolaget ha stått för omkring 25 % av den totala omsättningen från de svenska bolagen inom TCECUR-koncernen, motsvarande ca 31 MSEK.

Jämfört med t.ex. AWT och Mysec har TC Connect Swedens verksamhet lägre marginaler idag, vilket förklaras av dotterbolagets produkterbjudande som riktar sig mot radio- och kommunikationsmarknaden, att jämföra med AWT och Mysec som verkar inom säkerhetsmarknaden med högre marginal. Marginalerna för TC Connect Sweden estimeras dock öka över tid. På nästa sida presenteras en sammanfattad prognos för TC Connect Swedens omsättning och rörelseresultat perioden 2018-2020.

FINANSIELL PROGNOSS

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

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



Analyst Groups prognos

¹Detta är Analyst Groups uppskattning.

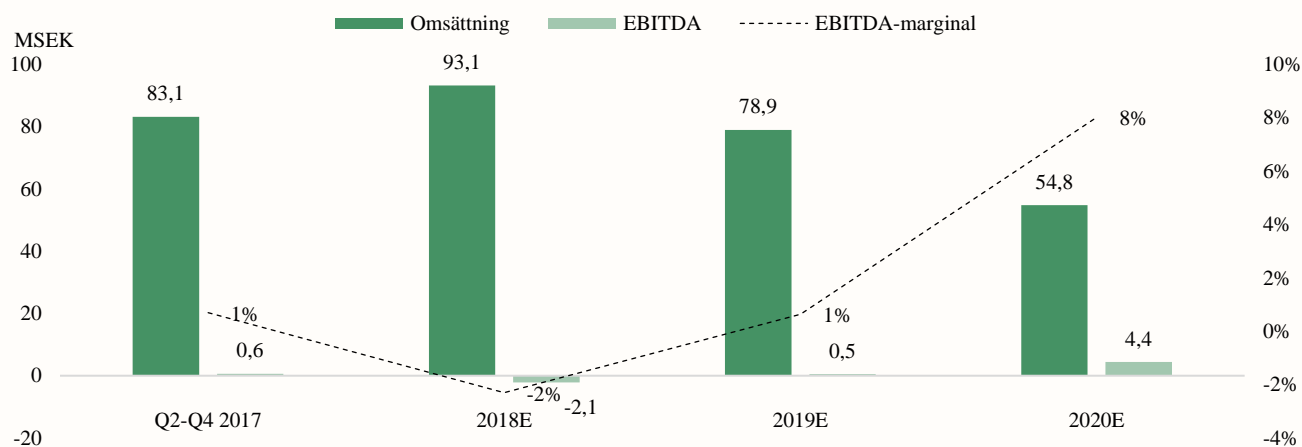
TC Connect Norge

TC Connect Norge har under en tid dragits med lönsamhetsproblem där verksamheten har haft svårt att få behålla någon större marginal i de projekt som ingått. Affärsmodellen har tidigare varit att vinna stora affärer med långa leveranstider och höga ordervärden. Ett omställningsarbete har pågått sedan en tid tillbaka och ser runt halvårsskiftet 2020 vara i stort sett i mål, där TC Connect Norge ska vara ett bolag med mer fokus mot service och mindre projekt med bättre marginaler. Det nya TC Connect Norge blir mer likt sitt svenska systerbolag, dvs. med försäljning och installation av mindre säkerhetslösningar inom kommunikation, service och underhåll, samt då även ytterligare satsningar på det egna nätverket Diginet.

Under 2018 omsatte TC Connect Norge ca 93 MSEK, med ett negativt EBITDA-resultat om -1,5 MSEK. Under 2019 uppgick omsättningen till 78,9 MSEK, med ett EBITDA-resultat om -0,5 MSEK. Med tanke på den nya strategin räknar vi med att TC Connect Norge under 2020 kommer fortsätta att skala bort projekt med låg marginal, något som i absoluta tal kommer innebära en lägre omsättning. Samtidigt räknar vi med att dotterbolaget över tid kan uppnå en högre rörelsemarginal.

TC Connect Norges nya affärsmodell 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

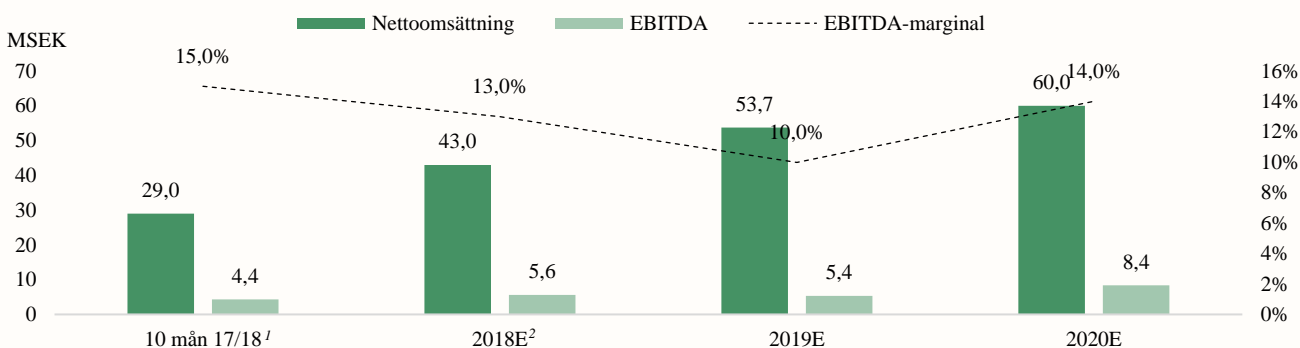
Mysec

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. Under 2019 fortsatte försäljningen stiga, något vi estimerar att den fortsatt kommer göra även under 2020. I prognoserna har även det förvärv som Mysec under juni 2019 genomförde av Larmator inkluderats. Larmator omsätter omkring 7 MSEK med ensiffrig marginal.

Mysec förväntas fortsätta växa i god takt med bra lönsamhetsnivå.

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



Analyst Groups prognos

¹Med hänsyn till tillträdesdag 1 mars antas 83 % tillfalla Koncernen för räkenskapsåret 2018.
²Detta är Analyst Groups uppskattning.

Nya förvärv kan ske under 2020, men modelleras inte explicit

TCECUR kan göra flera förvärv framgent vilket förväntas bidra till att Koncernen växer. TCECUR har kommunicerat att de bl.a. vill upprätthålla en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % över en konjunkturcykel, med en EBIT-marginal om 10 %. De förvärv som TCECUR potentiellt kan komma att göra, antas över tid uppfylla målsättningen, även om förvärven initialt kan komma att prestera lägre resultat.

I augusti 2017 förvärvade TCECUR företaget AWT, och mars 2018 ingicks avsiktsförklaring om att förvärva säkerhetsföretaget Mysec, där tillträde skedde per 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.

TCECUR har ett bevisat track record av lyckade förvärv, vilket illustreras tydligt i den finansiella utvecklingen för bl.a. AWT och Mysec. Med hänsyn till tillträdesdag och exakt andel av total försäljning från de svenska dotterbolagen, har AWT och Mysec mellan åren 2018 och 2019 ökat omsättningen med 30 % respektive 25 %, och samtidigt bibehållit lönsamheten. TCECUR:s affärsmodell med att identifiera bra bolag med bra ledning, förvärva dessa och sedan låta dem fortsätta växa och utvecklas inom en decentraliserad koncernstruktur, har på ett tydligt vis burit frukt.

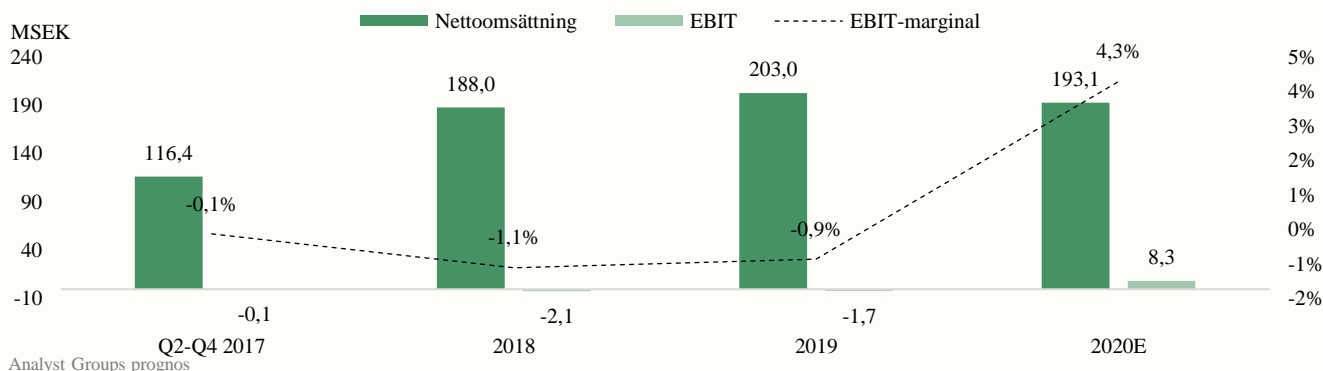
FINANSIELL PROGNOSS

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. Viktigt att påpeka, då TCECUR delvis växer genom nya förvärv, är att kostnader hänförliga till dessa bokas in på *overhead*-nivå. Det i sig är helt naturligt, och så länge det tillkommande värdet från förvärv överstiger dessa kostnader (vilket de rimliga bör göra), kommer Koncernens marginal att stiga.

Gjorda prognoser för nuvarande dotterbolag förväntas resultera i att Koncernen ökar sin lönsamhet framgent.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBIT-resultat (MSEK) 2020, TCECUR, Base-scenario



Analyst Groups prognos

Resultaträkning, TCECUR – Analyst Groups prognos	Q2-Q4 2017	2018	2019	2020E
Nettoomsättning	116,4	188,0	203,0	193,1
Övriga rörelseintäkter	0,2	1,4	1,2	2,7
Totala intäkter	116,6	189,4	204,2	195,8
Kostnad sålda varor	-62,0	-101,4	-98,1	-90,9
Bruttoresultat	54,6	88,0	106,1	104,9
Bruttomarginal	46,9%	46,8%	52,3%	54,3%
Rörelsekostnader	-51,7	-85,6	-98,4	-87,9
EBITDA	2,9	2,4	7,8	17,0
EBITDA-marginal	2,5%	1,3%	3,8%	8,8%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-4,5	-9,5	-8,7
EBIT	-0,1	-2,1	-1,7	8,3
EBIT-marginal	-0,1%	-1,1%	-0,9%	4,3%
Finansnetto	-0,8	-3,3	-3,8	-3,5
EBT	-1,0	-5,4	-5,5	4,8
Skatt	0,1	0,2	0,8	-1,0
Nettoresultat	-0,9	-5,2	-4,8	3,9
Nettomarginal	-0,8%	-2,8%	-2,3%	2,0%

TCECUR antas finansiera förvärv genom en kombination av aktier och likvida medel. Kassan, 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. Kassan 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	2019	2020E
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/S	0,7	0,7	0,7
EV/EBITDA	55,5	17,2	7,8
EV/EBIT	-64,4	-76,6	16,0
P/E	-19,2	-21,2	26,1
VPA	-1,1	-1,0	0,8

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
3,0	3,2
EV/EBIT	EBIT-marginal
28,1	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 12,3 mdSEK (2020-08-13) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 4,1 mdSEK, med en EBIT-marginal om 11,5 %.

Indutrade

P/S	EV/S
2,9	3,2
EV/EBIT	EBIT-marginal
28,9	11,0 %

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 54,8 mdSEK (2020-08-13) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 19,0 mdSEK, med en EBIT-marginal om 11,0 %.

ADDTECH

P/S	EV/S
2,5	2,8
EV/EBIT	EBIT-marginal
29,5	9,6 %

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 29,6 mdSEK (2020-08-13) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 11,6 mdSEK, med en EBIT-marginal om ca 9,6 %.

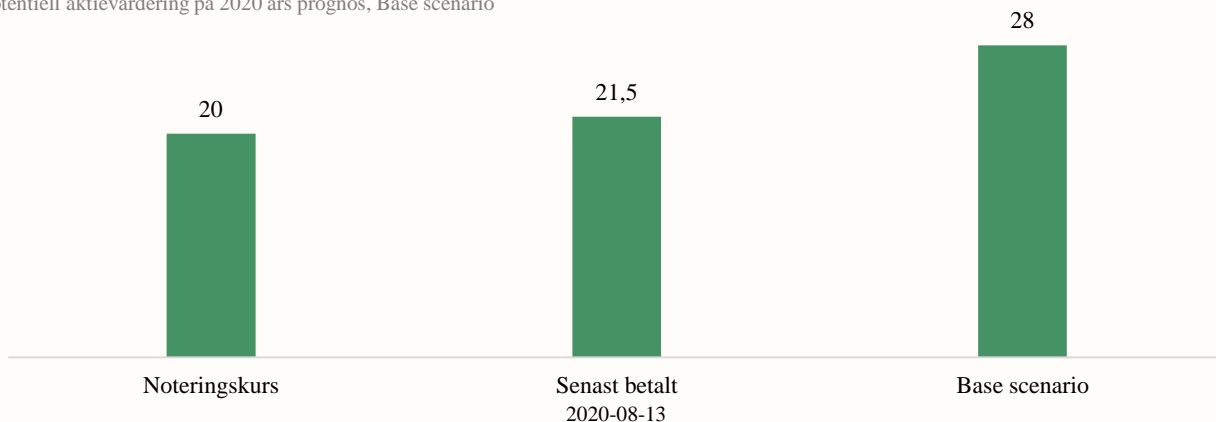
Medelvärde av ovan nämnda företags EV/EBIT-multiplar är ca omkring 28-29, där värderingarna för samtliga bolag ökat i bra rikt senaste veckorna. Samtliga företag är större än TCECUR och noterade på Nasdaq Mid- och Large Cap. Det motiverar att TCECUR ska handlas till en värderingsrabatt. Givet en konservativ värderingsrabatt tillämpas EV/EBIT 17 på 2020 års prognostiserade EBIT-resultat som målmultipl. Med en EBIT-resultat om ca 8 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) om ca 145 MSEK i ett Base scenario. Med hänsyn till estimerad skuldsättning och tillgänglig kassa, ger det en börsvärdering (Market Cap) om ca 131 MSEK, eller 28 kr per aktie.

28 KR

PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Givet EV/EBIT 17 som målmultipl på 2020 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om ca 131 MSEK.

Potentiell aktievärdering på 2020 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

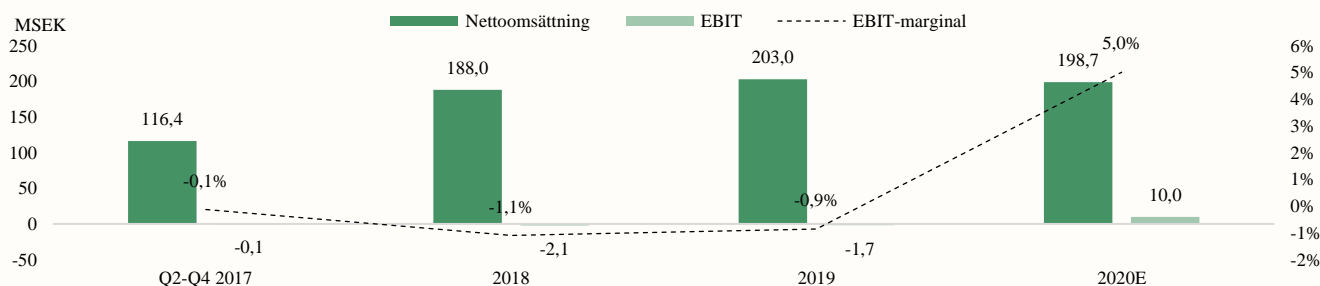
BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas TCECURs nuvarande dotterbolag utvecklas i en snabbare takt än väntat. Drivarna till en ökad tillväxt är en högre efterfrågan från marknaden, där dotterbolagens befintliga, och potentiellt nya, produktmix får större genomslagskraft. AWT gynnas av god tillväxt i biometrimarknaden och företagets befintliga referenskunder kan underlätta införsäljning till nya kunder. Det kan antas att även övriga dotterbolag gynnas av AWT:s kundnätverk, d.v.s. försäljningssynergier kan uppstå. Även Mysec förväntas växa i högre takt i detta scenariot, tillsammans med TC Connect Sweden som befinner sig i ett bra momentum. 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, där omställningen i Norge ger ännu bättre lönsamhet under 2020.

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

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBIT-resultat (MSEK) 2020, TCECUR, Bull-scenario



Analyst Groups prognos

35 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

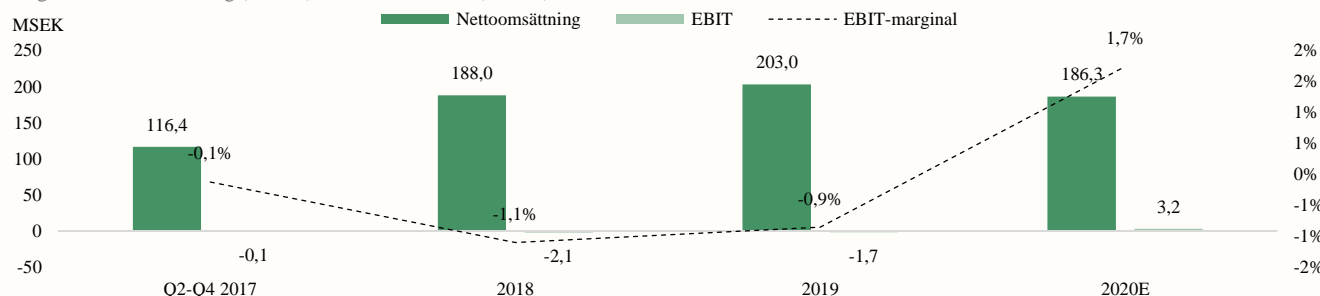
Med en målmultipel om EV/EBIT 18 på 2020 års prognos erhålls en värdering om 35 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

Bear scenario

Färre kundprojekt av bolagsspecifika anledningar, eller en försämrad konjunktur då tjänsterna och produkterna som tillhandahålls anses korrelerade med rådande konjunkturcykel, hade påverkat värderingen negativt. Givet mer utmanande marknadsklimat kan efterfrågan från dotterbolagens kunder minska, vilket då resulterar i en lägre försäljning än budgeterat. Med en fast kostnadsbas påverkar det marginalerna negativt. I ett Bear scenario antas även Norge fortsatt dras med problem, och omställningen till högre lönsamhet ger inte full effekt under 2020.

Hösten har bara börjat och orosmoln finns på himlen i form av rådande pandemi, vilket skulle kunna få negativ påverkan på Koncernen.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBIT-resultat (MSEK) 2020, TCECUR, Bear scenario



Analyst Groups prognos

16 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Utifrån en viktad värdering mellan TCECUR:s estimerade omsättning och EBIT-resultat i ett Bear scenario, samt med hänsyn till aktiens *free float*, motiveras ett värde per aktie om 16 kr på 2020 års prognos i ett Bear scenario. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

LEDNING & STYRELSE

Klas Zetterman, Koncern-VD i TCECUR AB



Klas är civilingenjör från KTH, med en framgångsrik karriär som ledare i både svenska och internationella företag. Han har bred erfarenhet av försäljning, produktion och affärsutveckling av högteknologiska företag och kommer närmast från rollen som Vice President och General Manager för Illinois Tool Works (ITW), ett av USAs största börsnoterade industriföretag, där han varit verksam de senaste 12 åren. Tidigare har han bland annat arbetat som VD för Stokvis Tapes, Insite GmbH, Speed Ventures GmbH och dessförinnan i olika internationella roller för kemikoncernen DuPont de Nemours. Klas har även arbetat med företagsförvärv och företagsförsäljningar samt strategisk rådgivning inom management. *Klas äger 229 089 aktier i TCECUR AB.*

Mats Hellzen, CFO i TCECUR AB¹



Mats har en lång erfarenhet som ekonomi och redovisningsansvarig inom olika företag, bl.a. Enaco, CGI, Bonava, Axfast och Micronic. *Mats äger 11 000 aktier i TCECUR AB.*

Toste Hedlund, Verkställande Direktör Mysec Sweden AB



Toste Hedlund har varit VD på Mysec sedan starten 2009. Han är entreprenör i grunden och har jobbat inom säkerhetsbranschen sedan 1987. Toste är behörig ingenjör inom brandlarm och inbrottslarm, med fokus på försäljning och projektledning. Han har varit med från start i projektet med Mysec larmportal, samt försäljning av de större inbrott- och passersystem och CCTV- och brandlarmsprojekten i Mysec. Under Tostes tid i Mysec har företaget utfört stora entreprenader åt aktörer som ICA, ARLA, Stockholms Stad, flera kommuner, en större svensk klädkedja m.fl. *Toste innehar via ägande i SEC Management AB totalt 291 138 aktier i TCECUR AB och har ytterligare 30 000 teckningsoptioner privat.*

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 innehar via direkt ägande, via bolag samt via ägande i SEC Management AB totalt 226 102 aktier i TCECUR AB och har ytterligare 30 000 teckningsoptioner privat.*

Robert Birgersson, Verkställande Direktör TC Connect Sweden AB



Robert är VD för svenska dotterbolaget TC Connect Sweden. Han har arbetat i över 15 år på företag främst inom kundnära verksamhetsområden, vilket resulterar i att han byggt upp ett brett nätverk och etablerat ett gott anseende hos både kunder och leverantörer. Robert har även erfarenhet som inköpare på Ericsson och marknads- och försäljningsansvar på mindre företag. Han har en ekonomiutbildning från Örebro Universitet. *Robert innehar via ägande i SEC Management AB totalt 1 264 aktier i TCECUR AB och 30 000 teckningsoptioner privat.*

Harald Bergby, Verkställande Direktör TC Connect AS Norge



Harald var tidigare marknads- och försäljningsdirektör och är nu VD i bolaget. Harald har en lång erfarenhet i TC Connect och har sedan år 2000 arbetat inom försäljning och teknik. Med en lång och nära relation med marknaden, kunder och leverantörer har han goda förutsättningar för att driva bolaget framåt. *Harald äger 2 500 aktier i TCECUR AB.*

¹Liselott Byström anställs som ny CFO för Koncernen, hon beräknas tillträda sin befattning den 14 september 2020.

LEDNING & STYRELSE



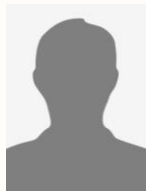
Ole Oftedal, Styrelseordförande i TCECUR AB

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 innehar via bolag samt via ägande i SEC Management AB totalt 291 325 aktier i TCECUR AB och 40 000 teckningsoptioner privat.*



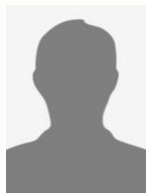
Tommy Lundqvist, Styrelseledamot TCECUR AB¹

Tommy har varit advokat och delägare i advokatbyråer sedan 1991 och var med och bildade Wistrand Advokatbyrå i Stockholm 1999 där han är fortsatt verksam. Han arbetar med svensk och internationell affärsjuridik med inriktning på företagsöverlåtelser, börsnoteringar, kommersiella avtal, skatterätt och allmän bolagsrätt. Tommy har sedan 1989 varit styrelseledamot i svenska och internationella bolag med verksamheter inom tjänstesektorn, finans, läkemedel och industri. Utöver sitt uppdrag i TCECUR har Tommy styrelseuppdrag i flera bolag, däribland Acacia Asset Management AB, Cupole Consulting Group AB och Target Aid AB. Tommy är jur. kand. och har även ekonomutbildning från Stockholms universitet. *Tommy innehar via ägande i SEC Management AB totalt 45 273 aktier 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 i TCECUR AB och styrelseordförande i Arbona som äger 470 000 aktier i TCECUR AB.*

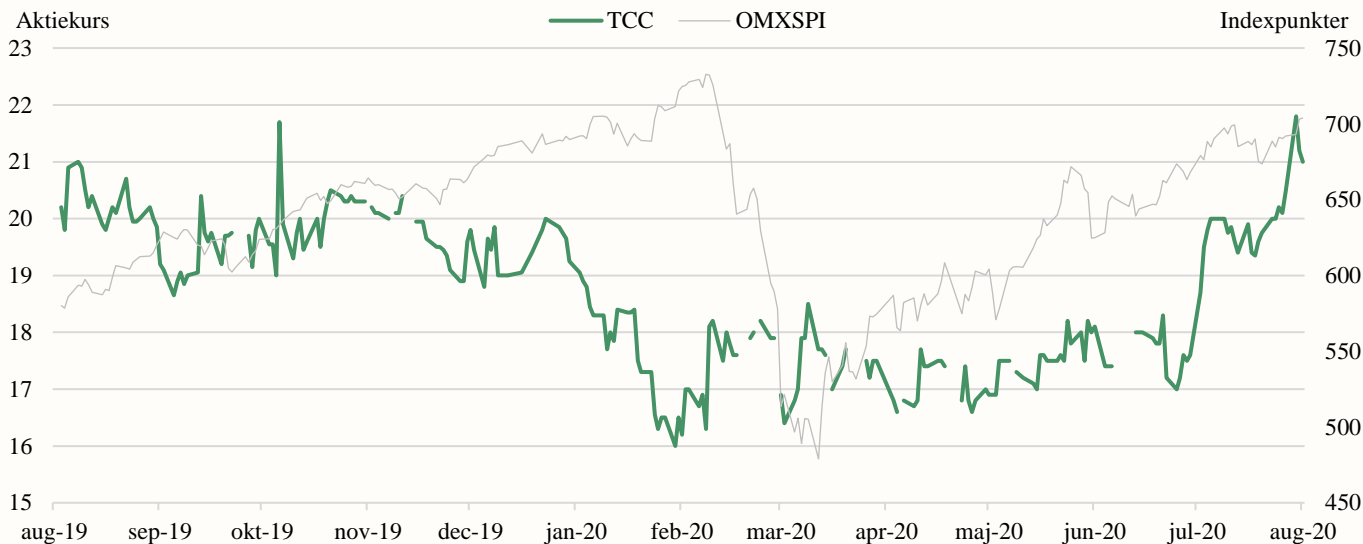


Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR AB

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

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



TCECUR AB - Koncernen (tSEK)	Q1-17	Q2-17	Q3-17	Q4-17	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20
Nettoomsättning	37 300	33 732	33 620	49 021	35 699	42 793	47 615	61 880	52 255	45 617	45 616	59 497	44 975	42 618
Övriga rörelseintäkter	0	49	125	46	152	68	100	111	306	264	359	306	523	1 140
Totala intäkter	37 300	33 781	33 745	49 067	35 851	42 861	47 715	61 991	52 561	45 881	45 975	59 803	45 498	43 758
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-21 600	-16 693	-19 748	-25 563	-15 458	-23 834	-28 592	-33 511	-28 411	-21 221	-22 227	-26 216	-20 820	-19 148
Bruttoresultat	15 700	17 088	13 997	23 504	20 393	19 027	19 123	28 480	24 150	24 660	23 748	33 587	24 678	24 610
Bruttomarginal	42,1%	50,5%	41,3%	47,9%	56,7%	44,3%	40,0%	45,8%	45,6%	53,5%	51,3%	55,9%	53,7%	55,1%
Personalkostnader	-11 500	-8 864	-10 650	-13 420	-12 838	-16 972	-11 536	-18 533	-16 968	-18 977	-15 696	-22 597	-17 533	-16 249
Övriga externa kostnader	-6 900	-4 653	-4 288	-9 505	-6 588	-5 896	-5 217	-7 083	-6 439	-5 675	-5 324	-6 691	-5 618	-4 983
Övriga rörelsekostnader	0	-274	-10	0	-132	0	62	110	-24	0	0	0	0	0
EBITDA	-2 700,0	3 297,0	-951,0	579,0	835,0	-3 841,0	2 432,0	2 974,0	719,0	8,0	2 728,0	4 299,0	1 527,0	3 378,0
EBITDA-marginal	-7,2%	9,8%	-2,8%	1,2%	2,3%	-9,0%	5,1%	4,8%	1,4%	0,0%	6,0%	7,2%	3,4%	7,9%
Av- och nedskrivningar	-400	-966	-992	-1 110	-1 033	-1 112	-1 195	-1 125	-2 246	-2 288	-2 383	-2 574	-2 370	-2 118
EBIT	-3 100	2 331	-1 943	-531	-198	-4 953	1 237	1 849	-1 527	-2 280	345	1 725	-843	1 260
EBIT-marginal	-8,3%	6,9%	-5,8%	-1,1%	-0,6%	-11,6%	2,6%	3,0%	-2,9%	-5,0%	0,8%	2,9%	-1,9%	3,0%
Ränteintäkter	700	37	81	662	174	348	-342	-15	111	179	12	-158	52	-52
Räntekostnader	-300	-347	-363	-917	-298	-618	-1 461	-1 136	-821	-1 128	-945	-1 017	-1 941	-635
EBT	-2 700	2 021	-2 225	-786	-322	-5 223	-566	698	-2 237	-3 229	-588	550	-2 732	573
Skatt	100	-493	543	66	114	119	36	-104	370	848	-138	-327	112	104
Nettoresultat	-2 600	1 528	-1 682	-720	-208	-5 104	-530	594	-1 867	-2 381	-726	223	-2 620	677
Nettomarginal	-7,0%	4,5%	-5,0%	-1,5%	-0,6%	-11,9%	-1,1%	1,0%	-3,6%	-5,2%	-1,6%	0,4%	-5,8%	1,6%

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 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

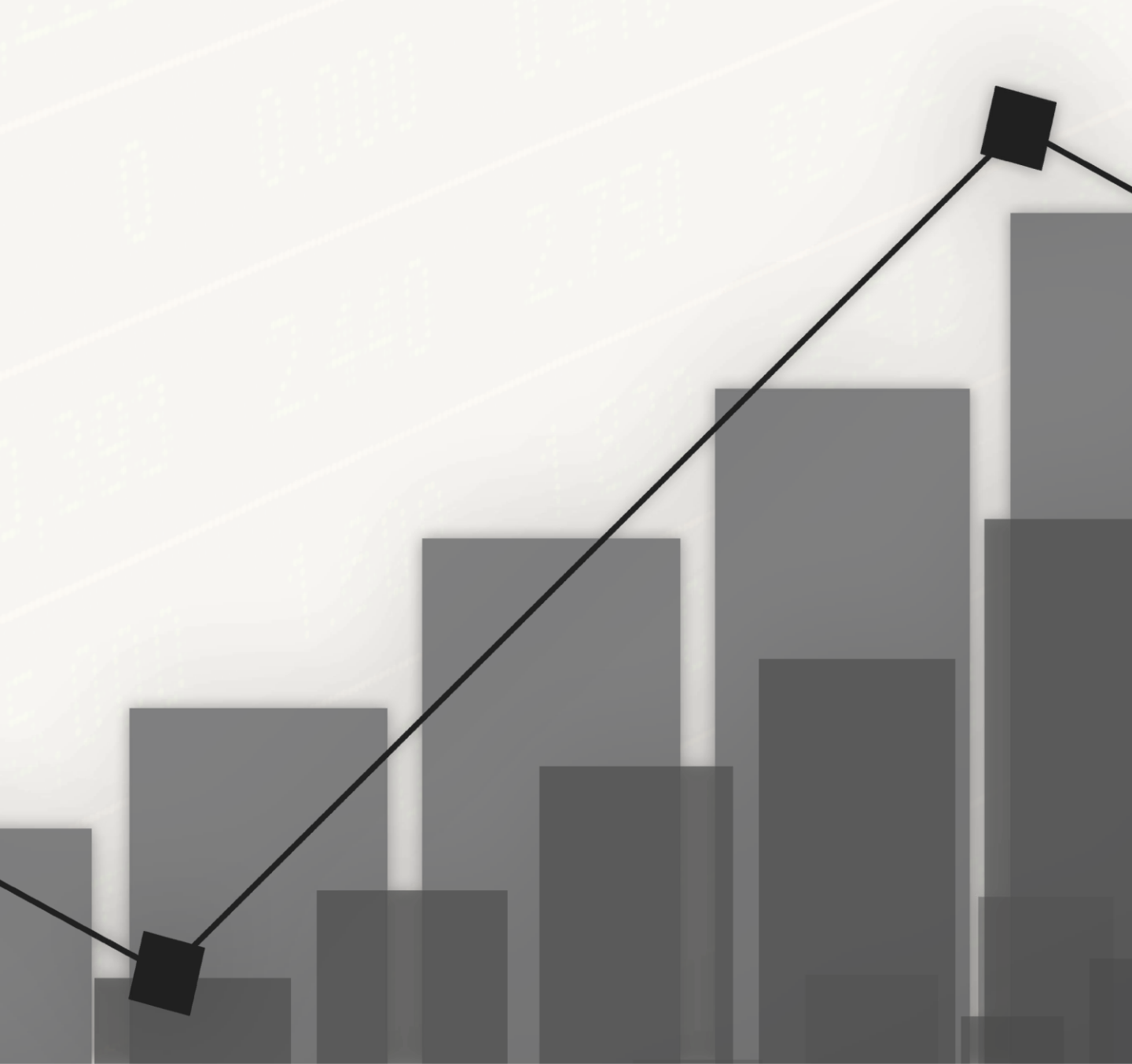
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **TCECUR AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som 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 2014-2020). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 35 114 57, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund