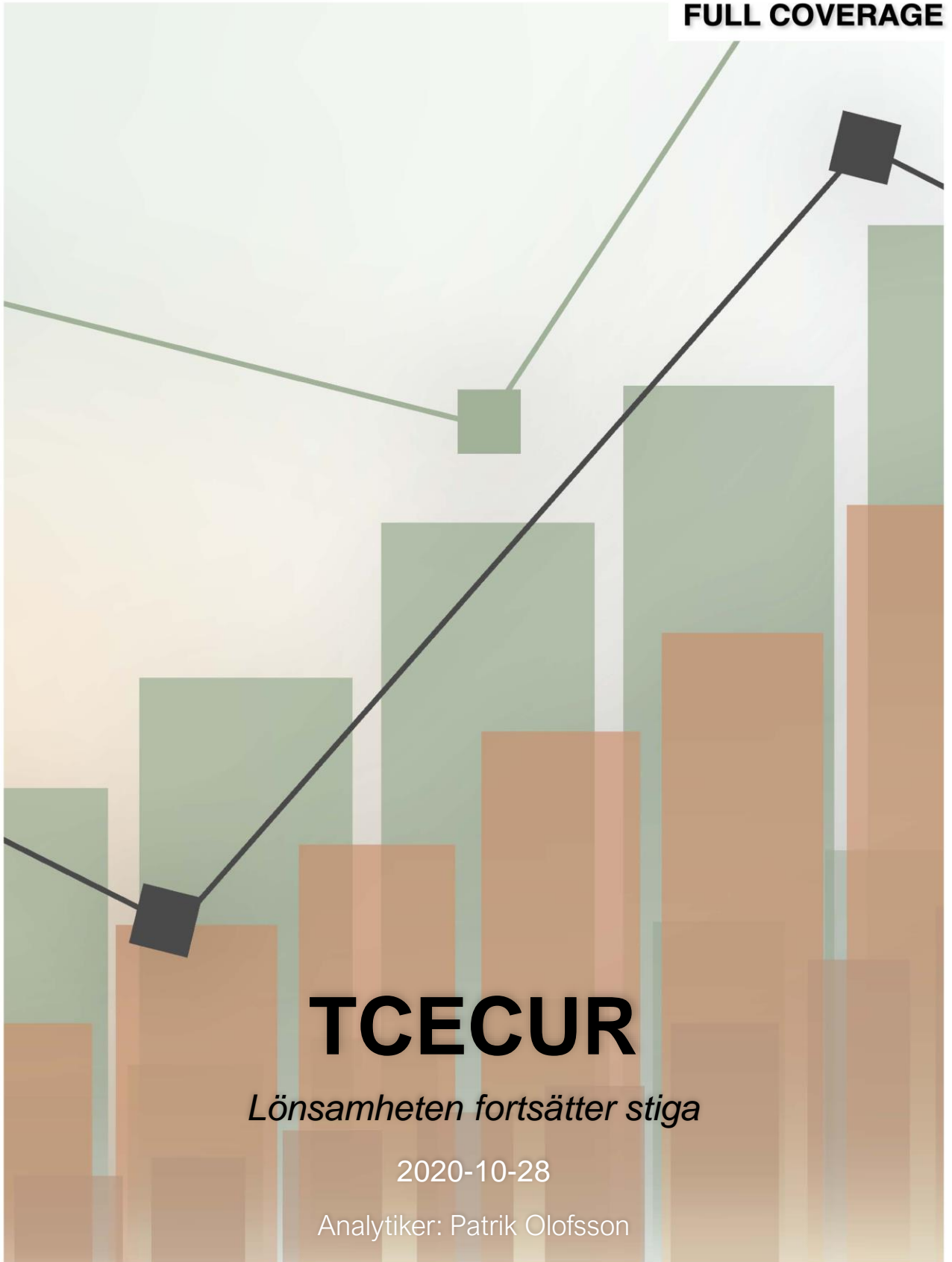


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



TCECUR

Lönsamheten fortsätter stiga

2020-10-28

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 fem dotterbolag, alla specialiserade inom olika områden av säkerhet som levererar avancerade säkerhetssystem och säker kommunikation till samhällets mest krävande kunder. Erbjudanden består av en kombination av egna produkter och lösningar, samt genom agenturer från världsledande producenter. Koncernen består av dotterbolagen TC Connect Norge, TC Connect Sverige, AWT, Mysec och Automatic Alarm.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q3-20	5-6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell prognos	11-14
Värdering	15
Bull & Bear	16
Ledning & styrelse	17-18
Appendix	19
Disclaimer	20

VÄRDEDRIVARE

7 av 10

Kostnadsförbättringar, ökad lönsamhet och nya förvärv är värde drivarna för TCECUR under 2020, där bl.a. Automatic Alarm förvärvades under hösten 2020. TCECUR är en teknikkoncern och givet fortsatt ökad rörelsemarginal i linje med senaste kvartal, och med tiden även tillväxt, finns utrymme för uppvärdering. Under avslutningen av 2020 estimeras de svenska dotterbolagen utvecklas positivt, omställningsarbetet i Norge fortsätter bära frukt och senaste förvärvet av Automatic Alarm ger både intäkt- och resultatbidrag.

HISTORISK LÖNSAMHET

6 av 10

TCECUR som koncern har existerat under en förhållandevis kort period. TC Connect Norge har tidigare tyngt lönsamheten, samtidigt som framförallt AWT och Mysec har visat god lönsamhet. Den norska verksamheten har tidigare stått för en relativt stor andel av Koncernens omsättning, vilket fick genomslag på marginalerna. Detta har under framförallt 2020 förändrats i och med att Norge-delen vänt runt till lönsamhet. Vi bedömer att utrymme fortsatt finns för ännu högre marginal inom Koncernen, 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 större delen 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 samtliga dotterbolag kan bidra till en ökad marginal. TCECUR:s finansiella position är god med en soliditet på 46 % och en tillgänglig kassa på ca 9,7 MSEK. Under oktober genomförs dessutom en säkerställd nyemission om 25,3 MSEK. Under januari – september 2020 var det operativa kassaflödet positivt och LTM understiger dessutom Net Debt/EBITDA 2,5x och uppgår nu till 1,8x, 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)

LÖNSAMHETEN FORTSÄTTER STIGA



Förvärvet av Automatic Alarm, en säkerställd emission om ca 25 MSEK och en orderbok om +38 MSEK inför Q4-20 i kombination med fortsatt ökade kundförfrågningar – förutsättningarna ser minst sagt bra ut för en stark avslutning på 2020 för TCECUR. Med en EBIT-marginal som dessutom närmade sig 7 % under årets tredje kvartal, börjar TCECUR:s arbete för vinststillväxt verkligen att löna sig. För 2020 estimerar vi en nettoomsättning om 187 MSEK, med ett EBITDA-resultat om ca 15 MSEK. Utifrån en målmultipel om EV/EBITDA 15, ser vi ett motiverat värde per aktie om 32 kr (28) på 2020 års prognos i ett Base scenario.

Rörelsemarginalen fortsätter att stiga

Under Q3-20 uppgick omsättningen till ca 39 MSEK (46), motsvarande en minskning om 15 % Q-Q, med ett EBIT-resultat om 2,6 MSEK (0,3). Den minskade försäljningen förklarar primärt, i linje med tidigare, av den ändrade affärsstrategin i Norge. Det starkaste i rapporten anser vi är EBIT-resultatet om 2,6 MSEK, motsvarande en marginal om nära 7 % och således i nära linje med Koncernens mål om 10 % över en konjunkturcykel. Mysec, AWT och TC Connect Norge levererar ett bra Q3, medan TC Connect Sverige känt av effekterna från pandemin. Förutsättningarna finns för en stark avslutning på året, där förvärvet av Automatic Alarm bidrar på både översta och nedre raden i räkenskaper.

Automatic Alarm passar väl in i koncernen

Automatic Alarm har under de senaste fem åren uppvisat en lönsam tillväxt på över 13 % per år (CAGR). Analyst Group anser att företaget passar väl in i TCECUR-koncernen, där både intäkt- och kostnadssynergier kan uppstå, primärt mellan Automatic Alarm och Mysec då båda företagen verkar inom samma geografiska områden och adresserar en liknande kundgrupp i form av bl.a. kommuner och större bolag. Köpet av Automatic Alarm görs till 0,5x omsättningen och 5,1x EBITDA, vilket vi anser är rimliga förvärvsmultiplar.

Stärker kassan genom säkerställd emission

Under oktober genomför TCECUR en företrädesemission om 25,3 MSEK (exkl. övertilldelningsoption), vilken är fullt säkerställd via teckningsåtaganden och garantier. Delar av likviden ska bl.a. användas för betalningen av Automatic Alarm, samt möjliggöra fortsatt organisk- och förvärvsdriven tillväxt för TCECUR-koncernen.

Vi höjer vårt värderingsintervall

TC Connect Sverige har haft vissa utmaningar samtidigt som övriga dotterbolag presterar bra, och med Automatic Alarm som senaste tillskott känns förutsättningarna rätt för att TCECUR ska kunna avsluta året starkt. Net Debt/EBITDA har sjunkit ytterligare och uppgick till 1,8x LTM vid utgången av Q3-20. I samband med Q3-rapporten och förvärvet av Automatic Alarm, väljer vi att justera upp vårt värderingsintervall.

AKTIEKURS | 24,5

VÄRDERINGSINTERVALL 2020 ÅRS PROGNOIS

BEAR
18 kr

BASE
32 kr

BULL
40 kr

TCECUR AB			
Stängningskurs (2020-10-27)	24,5		
Antal Aktier (st.)	6 403 648 ¹		
Market Cap (MSEK)	156,9 ¹		
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	36,0 ¹		
Enterprise Value (MSEK)	192,9 ¹		
V.52 prisintervall (SEK)	14,0 – 27,0		
UTVECKLING			
1 månad	+4,3 %		
3 månader	+23,1 %		
1 år	+25,0 %		
YTD	+26,3 %		
HUVUDÄGARE (KÄLLA: EUROCLEAR, PER 2020-06-30)			
Mertiva AB	19,70 %		
SEC Management AB	15,10 %		
Arbona AB (publ)	10,00 %		
Avanza Pension	7,20 %		
Klas Zetterman	4,90 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Klas Zetterman		
Styrelseordförande	Ole Oftedal		
FINANSIELL KALENDER			
Kvartalsrapport 4 2020	2021-02-22		
PROGNOS (BASE), MSEK			
	2018	2019	2020E
Totala intäkter (inkl. övriga intäkter)	189,4	204,2	188,5
Bruttoresultat	88,0	106,1	100,2
Bruttomarginal	46,8%	52,3%	53,7%
EBITDA	2,4	7,8	15,4
EBITDA-marginal	1,3%	3,8%	8,2%
Nettoresultat	-5,2	-4,8	2,5
Nettomarginal	-2,8%	-2,3%	1,4%
P/S	0,8	0,8	0,8
EV/S	1,0	1,0	1,0
EV/EBITDA	80,4	24,9	12,5
EV/EBIT	neg.	neg.	34,2

¹Givet fulltecknad företrädesemission inkl. övertilldelningsoption, samt betalning av Automatic Alarm.

KOMMENTAR Q3-20

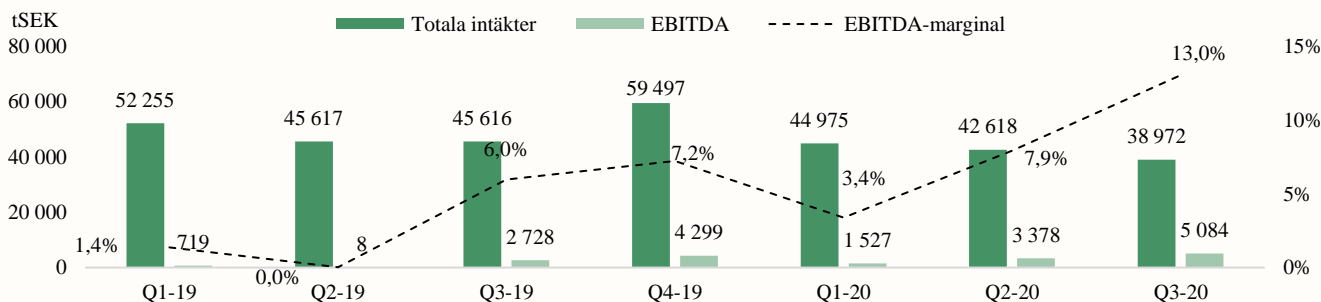
- I linje med våra förväntningar så minskade TCECUR:s totala omsättning planerligt till följd av omställningen i Norge.
- EBIT-resultatet förbättras kraftigt där ökningen uppgick till +2,2 MSEK jämfört med föregående år.
- EBIT-marginalen om närmare 7 % är minst sagt en stark prestation.
- Net Debt/EBITDA uppgår LTM till 1,8x, vilket är bättre än koncernen egna målsättning.

Under tredje kvartalet 2020 uppgick nettoomsättningen till ca 39 MSEK (46), motsvarande en minskning om ca 15 % Q-Q, med ett EBIT-resultat om 2,6 MSEK (0,3). Den minskade omsättningen förklaras, liksom tidigare kvartal, främst av den planerade ändringen av affären i Norge. Som vi har skrivit i våra tidigare analyser så anser vi dock inte att den organiska omsättningsökningen är av största vikt i dagens läge, utan snarare att rörelseresultatet kan stiga. Att TCECUR lyckas leverera en EBIT-marginal om närmare 7 %, vilket är i nära linje med koncernens mål om 10 % över en konjunkturcykel, anser vi är en mycket stark prestation. Även marknaden verkade hålla med, där aktien som högst var upp med nära tio procent under rapportdagen den 19 oktober.

~7 %
EBIT-
MARGINAL

Under Q3-20 levererar TCECUR en minst sagt stark marginal, med en EBIT-marginal och EBITDA-marginal om 7 % respektive 13 %.

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



Källa: TCECUR

Som vi tidigare har kommunicerat så anser vi fortsatt att fokus bör vara vinststillväxt, varför vi ser positivt på att TCECUR fortsätter att stärka sin marginal, något vi fortsatt bedömer är en av de viktigaste värde drivarna under de närmaste kvartalen. Aktien svarade som sagt bra på Q3-rapporten, samtidigt som vi ser fortsatt god uppsida från dagens nivåer. Med det senaste förvärvet av Automatic Alarm byggs TCECUR-koncernen ut, de totala intäkterna stiger och marginalerna kan förbättras ytterligare. Med en kassa om 9,7 MSEK vid utgången av Q3, samt kommande emissionslikvid om 25,3 MSEK vilken är fullt garanterad, stärks kassan och balansräkningen. Vi har all anledning att se fortsatt positivt på TCECUR som fortsätter ta steg i rätt riktning.

Uppdaterad prognos och höjt värderingsintervall

I samband med Q3-rapporten samt förvärvet av Automatic Alarm har vi valt att justera våra prognoser, där vi räknar med en nettoomsättning om ca 60 MSEK och ett EBITDA-resultat om ca 5,4 MSEK under Q4-20 för TCECUR, motsvarande ca 187 MSEK i nettoomsättning och ca 15,4 MSEK i EBITDA-resultat för helåret 2020.

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

Estimat före vs. efter Q3-rapporten 2020

Prognos 2020 helår	Före Q3-20	Efter Q3-20	Förändring
Nettoomsättning	193,1	186,5	-6,6
Bruttoresultat	104,9	100,2	-4,7
Bruttomarginal	54,3%	53,7%	
EBITDA	17,0	15,4	-1,6
EBITDA-marginal	8,8%	8,2%	
EBIT	8,3	5,6	-2,7
EBIT-marginal	4,3%	3,0%	

Källa: Analyst Group

Värderingsintervall före vs. efter Q3-rapporten 2020

Värderingsintervall	Före Q3-20	Efter Q3-20	Förändring
Base scenario (per aktie)	28 kr	32 kr	+4,0 kr
Bull scenario (per aktie)	35 kr	40 kr	+5,0 kr
Bear scenario (per aktie)	16 kr	18 kr	+2,0 kr

Källa: Analyst Group

KOMMENTAR Q3-20, FORTS.



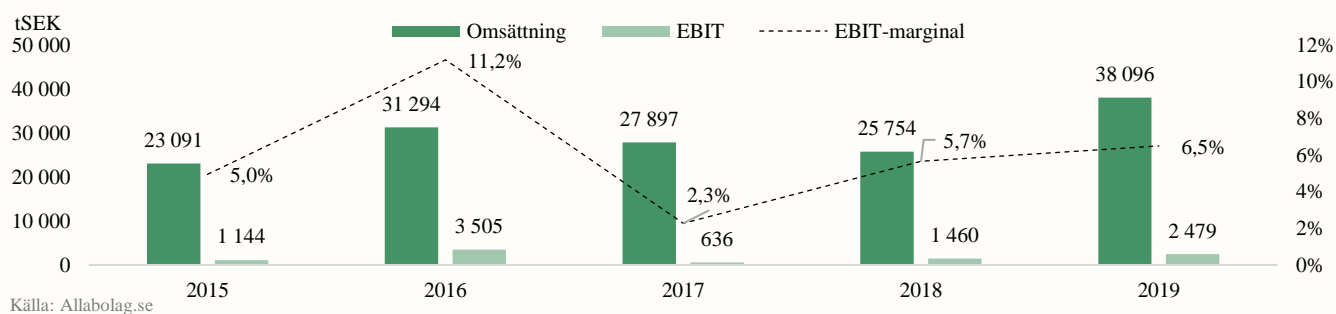
Den 29 september 2020 meddelade TCECUR att de ingått avtal om att förvärva Automatic Alarm i Stockholm AB ("Automatic Alarm"). Automatic Alarm adresserar hela Sverige med sina säkerhetslösningar, där företaget erbjuder lösningar inom inbrottslarm, passersystem, kameraövervakning, brandlarm, lås och större kundanpassade integrationsprojekt. Bolaget har flera olika kundsegment, bl.a. myndigheter och kommuner, små och medelstora företag hela vägen till några av de största svenska företagen, fastighetsägare, bostadsrättsföreningar och privata villaägare.

Växte med nära 50 % under 2019 med god lönsamhet

Från 2018 till 2019 ökade Automatic Alarm sin omsättning från ca 25,8 MSEK till 38,1 MSEK, motsvarande en tillväxt om 48 %. Samtidigt kunde bolaget höja sin EBIT-marginal från 5,7 % till 6,5 %. Sett till de senaste fem rapporterade åren har den genomsnittliga tillväxten uppgått till 13 % årligen, med en rörelsemarginal som legat mellan ca 2 och 11 %, där medelvärdet uppgår till 6,4 %.

Från 2015 till 2019 har Automatic Alarms genomsnittliga årstillväxt (CAGR) uppgått till 13 %.

Intäkter, EBIT och EBIT-marginal



I pressmeddelandet från den 29 september från TCECUR framgick bl.a. följande:

"Med Automatic Alarm medräknat bedöms TCECUR-koncernens rörelseresultat proforma före avskrivningar uppgå till omkring 15,8 MSEK (EBITDA) och omsättningen till 235 MSEK räknat rullande tolv månader fram till den 30 juni."

Sett till TCECUR:s tidigare dotterbolag; Mysec, AWT och TC Connect-bolagen, uppgick det rullande EBITDA-resultatet (12 månader) till 11,9 MSEK per den 30 juni. Med hänsyn till nämnda 15,8 MSEK konsoliderat proforma-resultat, borde därmed Automatic Alarms EBITDA-resultat ha uppgått till ca 3,9 MSEK under samma period. Baserat på en meddelad omsättning om ca 41,3 MSEK under den perioden, motsvarar det en EBITDA-marginal om 9,4 %.

Köps till rimliga multiplar

Den totala köpeskillingen för förvärvet uppgår till maximalt 27 MSEK, före eventuell justering med ett belopp motsvarande Automatic Alarms nettoskuld per tillträdesdagen. Betalningen är uppdelad utifrån 20 MSEK kontant betalning, en resultatbaserad del om 5 MSEK som erläggs genom en riktad emission av aktier givet att ett visst resultat uppnås för helåret 2020, samt maximalt 2 MSEK i kontant betalning baserat på om ett visst resultat uppnås under år 2021. Med 20 MSEK i köpeskillning som grund, vilket primärt skulle kunna anses vara hänförligt till Automatic Alarms historiska prestation, innebär det en förvärvsmultipl om 0,5x omsättningen och 5,1x EBITDA-resultatet (räknat rullande 12 månader från den 30 juni 2020). Även med den resultatbaserade delen om 5 MSEK som kan tillkomma i närtid, anser vi att förvärvet görs till rimliga multiplar.

0,5x
OMSÄTTNINGEN

5,1x
EBITDA

INVESTERINGSIDÉ

Säkerhetsmarknaden växer

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

9 %
I ÅRLIG
MARKNADS-
TILLVÄXT

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 2020 så har både Norge- och Sverigesegmenten visat en positiv utveckling, där en stabil försäljning från de svenska dotterbolagen i kombination med en stärkt marginal från TC Connect Norge bidrar till att få TCECUR-aktien att klättra vidare.

TCECUR ska växa både organiskt och genom förvärv

TCECUR är en koncern som består av säkerhetsorienterade dotterbolag, verksamma inom marknader som radiokommunikation i säkra miljöer, högteknologiska och 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 (multipelarbiterage).

Automatic Alarm – senaste förvärvstillskottet

Den 1 oktober 2020 tillträdde TCECUR 100% av aktierna i Automatic Alarm där förvärvet är ett led i TCECUR:s tillväxtstrategi. Automatic Alarms omsättning uppgick under år 2019 till ca 38 MSEK med ett EBITDA-resultat om ca 2,7 MSEK. Verksamheten bedrivs från Hammarby i Stockholm och antalet anställda uppgår till 30 personer. Med Automatic Alarm medräknat bedöms som sagt TCECUR-koncernens EBITDA-resultat proforma uppgått till ca 15,8 MSEK och omsättningen till 235 MSEK räknat rullande tolv månader mellan den 1 juli 2019 och den 30 juni 2020, tillsammans med de övriga rörelsedrivande dotterbolagen Mysec, AWT och TC Connect-bolagen. Automatic Alarm tillför således bra intäkt- och resultatbidrag, samtidigt som förvärvet kan tillföra både intäkt- och kostnadssynergier inom TCECUR-koncernen.

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.¹

Koncernstruktur och nya förvärv motiverar uppvärdering

I ett Base-scenario prognostiseras TCECUR år 2020 omsätta ca 187 MSEK med ca 8 % EBITDA-marginal. Baserat på en relativvärdering, används EV/EBITDA 15 som målmultipl. Givet antagen kapitalstruktur, erhålls ett potentiellt värde om 32 kr per aktie på 2020 års prognos.

~187 MSEK
ESTIMERAD
OMSÄTTNING
ÅR 2020

¹Exkl. företrädesemission under oktober 2020.

BOLAGSBESKRIVNING

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

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.

Dotterbolag i Koncernen



VD

Andreas Bergström

Den 1 oktober 2020 tillträdde TCECUR 100 % av aktierna i Automatic Alarm i Stockholm AB. Det ursprungliga Automatic Alarm etablerades redan år 1947 som ett av Sveriges första larmföretag, och efter uppköp och diverse fusioner, försvann bolaget en tid från branschen för att sedan återuppträda i dess nuvarande form 2007. Automatic Alarm erbjuder säkerhetslösningar inom inbrottslarm, passersystem, kameraövervakning, brandlarm, lås och större kundanpassade projekt där kunderna bl.a. återfinns inom den offentliga sektorn, t.ex. kommuner, skolor och äldreboenden, samt fastighets- och byggföretag.



VD

Per Lindstrand

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

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.



VD

Robert Birgersson

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



VD

Harald Bergby

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

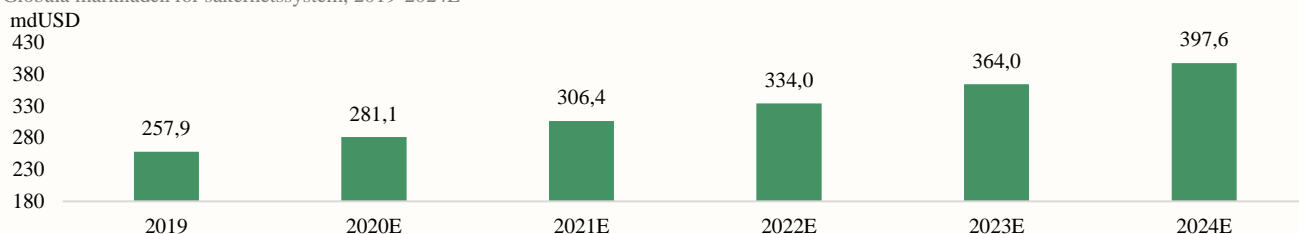
MARKNADSANALYS

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



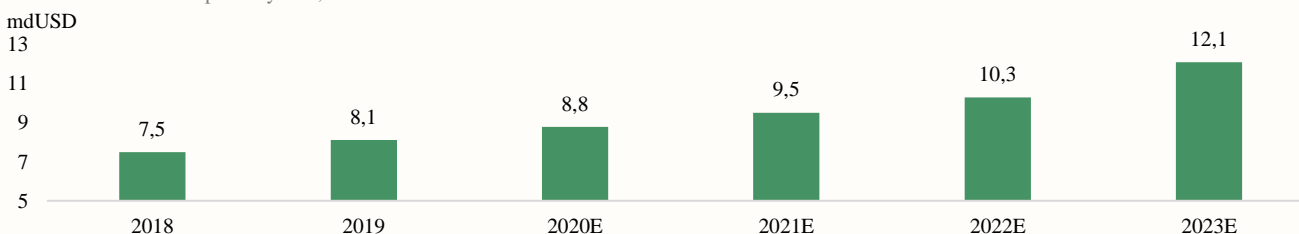
Källa: MarketsandMarkets, 2019.

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

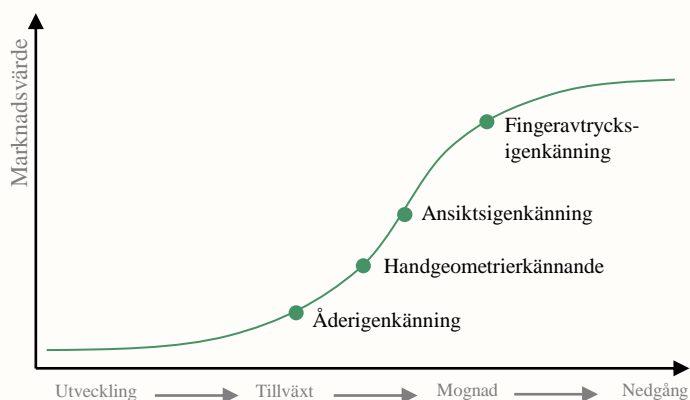
MARKNADSANALYS

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.

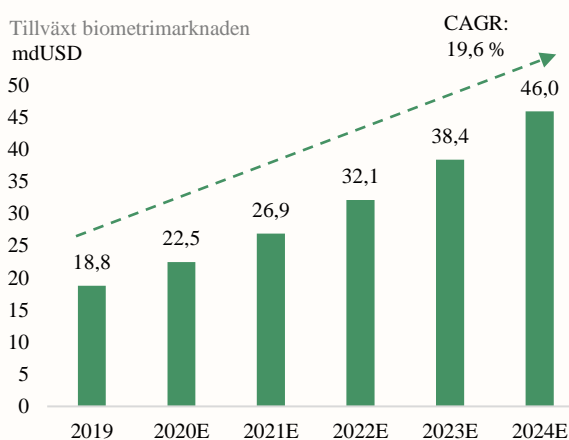
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: TCECUR och Analyst Groups illustration

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden
mdUSD

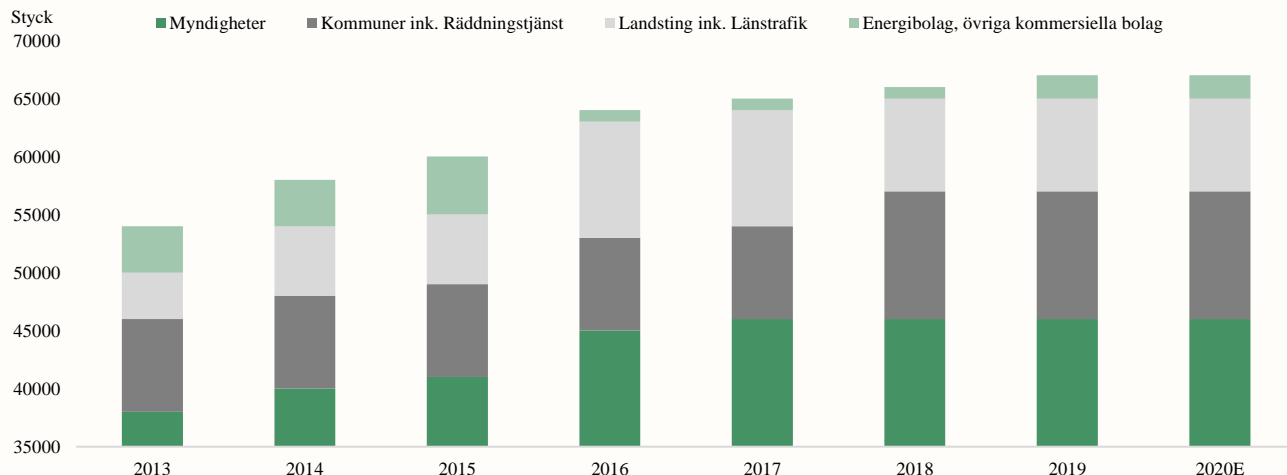


Källa: Frost & Sullivan, 2020

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

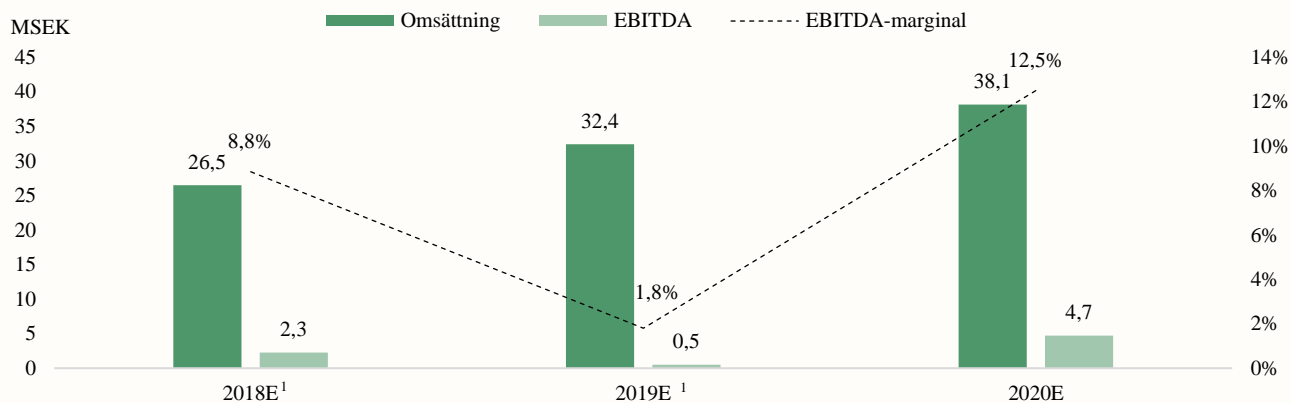
AWT

Access World Technic, eller AWT, arbetar med passersystem, larm och kameraövervakning med fokus på globala, avancerade säkerhetssystem för stora, multinationella kunder så som Johnson & Johnson, Citibank, GoPro m.fl. AWT är certifierade platinum-integratör för två av de främsta globala säkerhetssystemen i världen (Honeywell ProWatch och Tyco Software House CCURE), och utför installationer, service och systemintegrationer runt om i hela världen. Utöver Honeywell och Tyco har AWT även en mycket god relation med systemleverantörer som HID Global, Axis och Milestone, vilket utgör en bred produktportfölj med avancerade produkter och komplexa system, ämnade för kunder med de allra högsta säkerhetskraven.

AWT omsatte år 2019 cirka 32 MSEK. De väsentliga delarna av omsättningen är hänförligt till säkerhetsinstallationer. Återkommande intäkter säkras genom fortsatt goda kundrelationer samt underhållsavtal. Försäljningen sker genom en försäljningsavdelning bestående av ett dedikerat säljteam. Tack vare det har företaget hittills inte behövt ägna sig åt någon aktiv marknadsföring bortsett från försäljningen. Den marknad AWT adresserar befinner sig i en stark tillväxt, och idag har dotterbolaget verksamhet inom Norden, Tyskland och under 2020 har även AWT börjat bearbeta den asiatiska samt amerikanska marknaden. För 2020 antas en konservativ omsättningstillväxt, men med en desto viktigare stigande rörelsemarginal. *Notera att gjorda dotterbolagsestimat utgår från Analyst Groups egna antaganden, och att TCECUR inte rapporterar respektive dotterbolags enskilda räkenskaper.*

AWT verkar inom biometrimarknaden, 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

¹Eftersom att historisk data avseende EBITDA-resultat ej finns att tillgå, är EBITDA-resultatet för perioden 2018-2019 en uppskattning av Analyst Group.

TC Connect Sverige

TC Connect Sverige utvecklar och marknadsför systemintegration för trådlös kommunikation till kunder främst inom energi, industri, transport och offentlig sektor. Företaget är en ledande leverantör av kundanpassade lösningar inom tal- och datakommunikation samt smarta applikationer för övervakning, positionering, navigering och säkerhet.

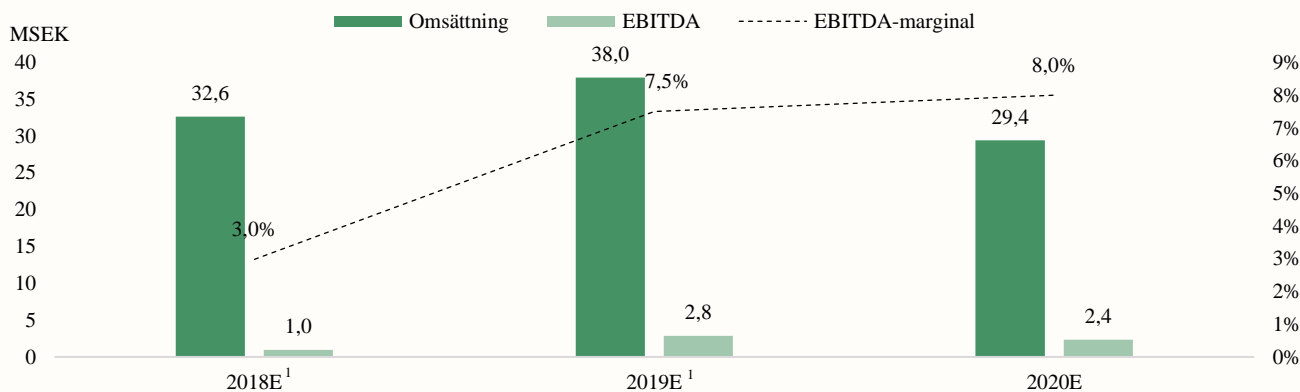
Företaget omsatte år 2019 ca 38 MSEK, varav ca 10 % utgjordes av återkommande intäkter. De återkommande intäkterna säkras genom att vid var tillfälle uppfylla ansvaret i support och underhållsavtalen. De väsentliga delarna av omsättningen är hänförligt till produktförsäljning med tillhörande tjänster som företaget erbjuder sina kunder. Försäljning sker med renodlade försäljare, en kundcenterfunktion och en säljande VD. Vidare inkluderas en projektledare samt en andbudsansvarig i försäljningsprocessen. TC Connect Sverige marknadsför sig via sin hemsida, direkt marknadsföring, sociala medier, digitala annonser på nätet samt genom att delta på i snitt tre mässor per år relaterade till företagets verksamhetsområden.

Sedan Covid-19 slog till under framförallt våren 2020 har TC Connect Sverige haft vissa utmaningar, vilket bl.a. kommenterades i TCECUR:s Q3-rapport. För 2020 väljer vi därför att anta en mer konservativ ansats. På nästa sida presenteras Analyst Groups sammanfattad prognos för TC Connect Sveriges omsättning och rörelseresultat perioden 2018-2020.

FINANSIELL PROGNOSES

TC Connect Sverige har blivit påverkade av den rådande pandemin, varför vi antar en mer försiktig helårsprognos för 2020.

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



Analyst Groups prognos

¹Eftersom att historisk data avseende EBITDA-resultat ej finns att tillgå, är EBITDA-resultatet för perioden 2018-2019 en uppskattning av Analyst Group.

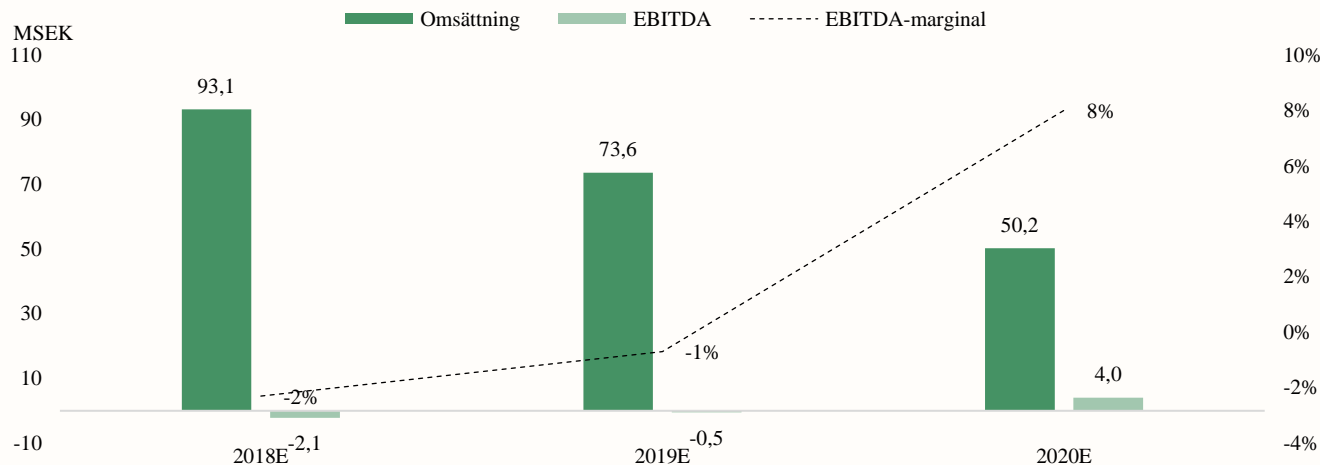
TC Connect Norge

TC Connect Norge utvecklar, säljer och installerar kritiska säkerhetssystem inom tal, data och bild. Dotterbolaget driver också sitt eget kommersiella TETRA-nätverk, Diginet, där de erbjuder sina kunder en säker kommunikationsbärare utan att investera i egen infrastruktur. Nätverket är tillgängligt för alla som behöver ett professionellt och driftsäkert nät för tal och data. Affärsmodellen har tidigare varit att vinna stora affärer med långa leveranstider och höga ordervärden. Efter omställningsarbetet under 2019/2020 har TC Connect Norge ställt om till att vara ett bolag med mer fokus mot service och mindre projekt men med högre 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 73,6 MSEK, med ett fortsatt negativt resultat. Under 2020 har dock TC Connect Norge vänt runt till positiva marginal och parallellt skalat bort projekt med låg marginal, något som i absoluta tal innebär en lägre omsättning. Samtidigt menar vi att det är viktigare att öka lönsamheten, där vi estimerar en EBITDA-marginal om ca 8 % för 2020.

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 PROGNOSES

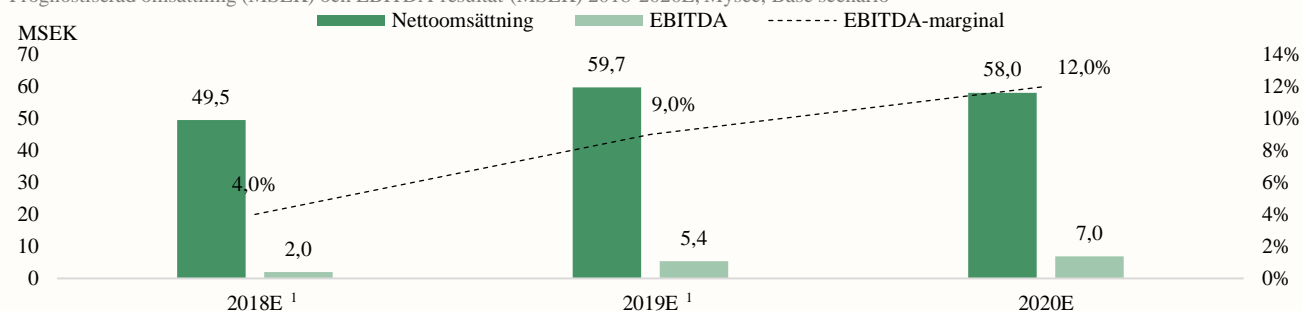
Mysec

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 anläggningfirma 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.

Mysec omsatte år 2019 (inkl. Larmator) drygt 60 MSEK, varav cirka 25 % utgjordes av återkommande intäkter. De väsentliga delarna av omsättningen är hänförligt till installation, service och underhåll av säkerhetssystem. De återkommande intäkterna säkras genom service, abonnemang och underhållsavtal. Försäljningen sker genom egna säljare och genom projektledare till pågående uppdrag. Företaget marknadsför sig genom upparbetade kontakter, nätverk, hemsidan och något event eller mässa. För år 2020 estimeras omsättningen till omkring 58 MSEK, med en EBITDA-marginal om ca 12 %.

Mysec förväntas fortsätta uppvisa en god rörelsemarginal.

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



Analyst Groups prognos

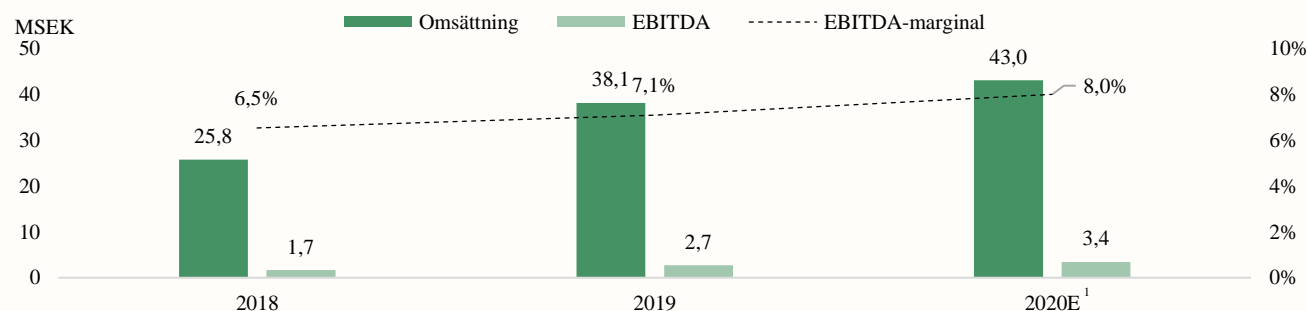
¹Eftersom att historisk data avseende EBITDA-resultat ej finns att tillgå, är EBITDA-resultatet för perioden 2018-2019 en uppskattning av Analyst Group.

Automatic Alarm

Automatic Alarm har under de senaste fem åren uppvisat en lönsam tillväxt på över 13 % per år. Bolagets omsättning uppgick under det senast fastställda räkenskapsåret 2019 till ca 38 MSEK med ett rörelseresultat (EBITDA) om drygt 2,7 MSEK. VD är Andreas Bergström och totalt har bolaget 30 anställda. Verksamheten bedrivs från Hammarby i Stockholm. För 2020 antar vi en total tillväxt om 13 %, vilket innebär intäkter om ca 43 MSEK, med ett EBITDA-resultat om 3,4 MSEK. Med tanke på att tillträdet skedde den 1 oktober 2020, tillfaller endast tre av årets tolv månader TCECUR, dvs. icke proforma.

Automatic Alarm förväntas ge ett bra resultatbidrag under 2020 samt kommande år.

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



Analyst Groups prognos

¹Med hänsyn till tillträdesdag 1 oktober 2020 antas 25 % tillfalla Koncernen för räkenskapsåret 2020.

FINANSIELL PROGNOSS

Nya förvärv kan ske under 2021, men modelleras inte explicit

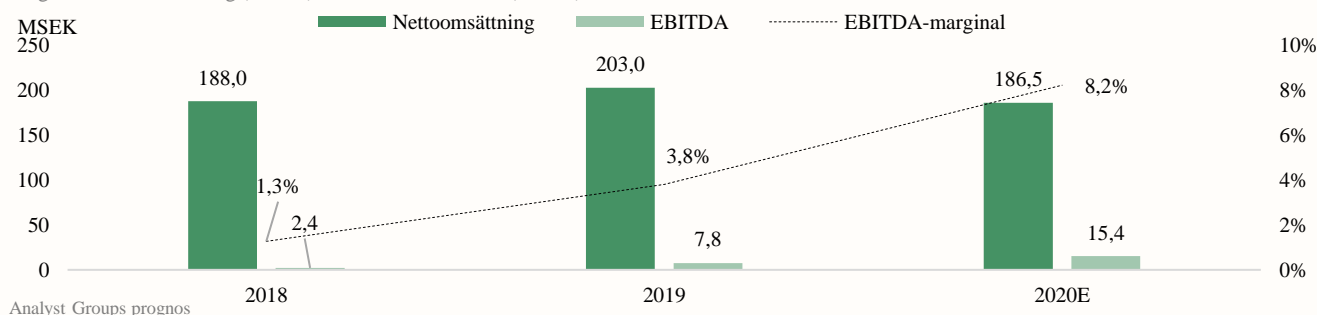
TCECUR kan göra flera förvärv framgent vilket förväntas bidra till att Koncernen växer. TCECUR har kommunicerat att de bl.a. vill upprätthålla en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % över en konjunkturcykel, med en EBIT-marginal om 10 %. De förvärv som TCECUR potentiellt kan komma att göra, antas över tid uppfylla målsättningen, även om förvärven initialt kan komma att prestera lägre resultat. Till följd av svårigheter att prognostisera när i tiden nya förvärv kan komma att ske, exakt hur dessa ser ut och hur köpeskillningarna finansieras och struktureras, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Givet att TCECUR kan ha rätt finansiella förutsättningar på plats räknar vi med att förvärv sker, där tillkommande dotterbolag får ses som en extra option på gjorda prognoser. TCECUR har ett bevisat *track record* av lyckade förvärv, vilket illustreras tydligt i den finansiella utvecklingen för bl.a. AWT och Mysec. 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.

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.

Prognostiserad omsättning (MSEK) och EBITDA-resultat (MSEK) 2020, TCECUR, Base-scenari



Analyst Groups prognos

	2018	2019	2020E
Base scenario, MSEK			
Nettoomsättning	188,0	203,0	186,5
Övriga rörelseintäkter	1,4	1,2	2,0
Totala intäkter	189,4	204,2	188,5
Kostnad sålda varor	-101,4	-98,1	-88,4
Bruttoresultat	88,0	106,1	100,2
Bruttomarginal	46,8%	52,3%	53,7%
Rörelsekostnader	-85,6	-98,4	-84,8
EBITDA	2,4	7,8	15,4
EBITDA-marginal	1,3%	3,8%	8,2%
Av- och nedskrivningar	-4,5	-9,5	-9,7
EBIT	-2,1	-1,7	5,6
EBIT-marginal	-1,1%	-0,9%	3,0%
Finansnetto	-3,3	-3,8	-3,5
EBT	-5,4	-5,5	2,2
Skatt	0,2	0,8	0,3
Nettoresultat	-5,2	-4,8	2,5
Nettomarginal	-2,8%	-2,3%	1,4%

P/S
0,8x
2020E

EV/S
1,0x
2020E

EV/EBITDA
12,5x
2020E

EV/EBIT
34,2x
2020E

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
2,9	3,2
EV/EBIT	EBIT-marginal
27,2	11,7 %

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 11,9 mdSEK (2020-10-28) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 4,1 mdSEK, med en EBIT-marginal om 11,7 %.

Indutrade

P/S	EV/S
2,9	3,2
EV/EBIT	EBIT-marginal
27,5	11,5 %

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 55,1 mdSEK (2020-10-28) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 19,1 mdSEK, med en EBIT-marginal om 11,5 %.

ADDTECH

P/S	EV/S
2,3	2,6
EV/EBIT	EBIT-marginal
29,3	9,0 %

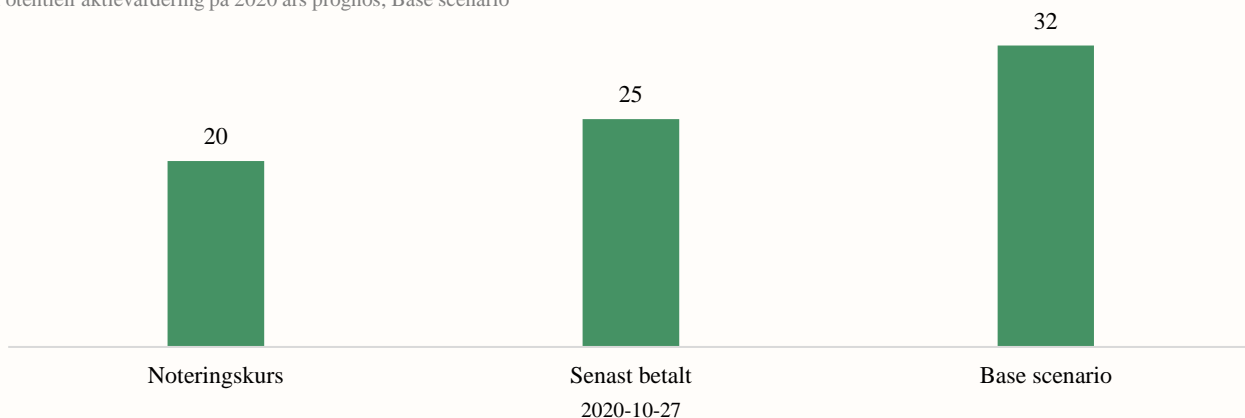
Addtech är en teknikhandelskoncern som ska tillföra tekniskt och ekonomiskt mervärde i länken mellan tillverkare och kund. Verksamheten består av ca 120 självständiga bolag som säljer högteknologiska lösningar, främst till kunder inom tillverkande industri och infrastruktur. Addtech växer bl.a. genom förvärv och organisationen är decentraliserad, där varje dotterbolag får stor frihet under uppsatta mål. Addtech är noterade på Nasdaq Mid Cap och värderas till 26,5 mdSEK (2020-10-28) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 11,4 mdSEK, med en EBIT-marginal om ca 9,0 %.

Medelvärde av ovan nämnda företags EV/EBIT-multiplar är omkring 28x, 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/EBITDA 15 på 2020 års prognostiserade EBITDA-resultat som målmultipl. Med en EBITDA-resultat om ca 15 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) omkring 230 MSEK i ett Base scenario. Med hänsyn till estimerad skuldsättning och tillgänglig kassa, ger det en börsvärdering (Market Cap) om ca 205 MSEK, eller 32 kr per aktie.

32 KR
PER AKTIE I
ETT BASE
SCENARIO

Givet EV/EBITDA 15 som målmultipl på 2020 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om ca 205 MSEK.

Potentiell aktievärdering på 2020 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

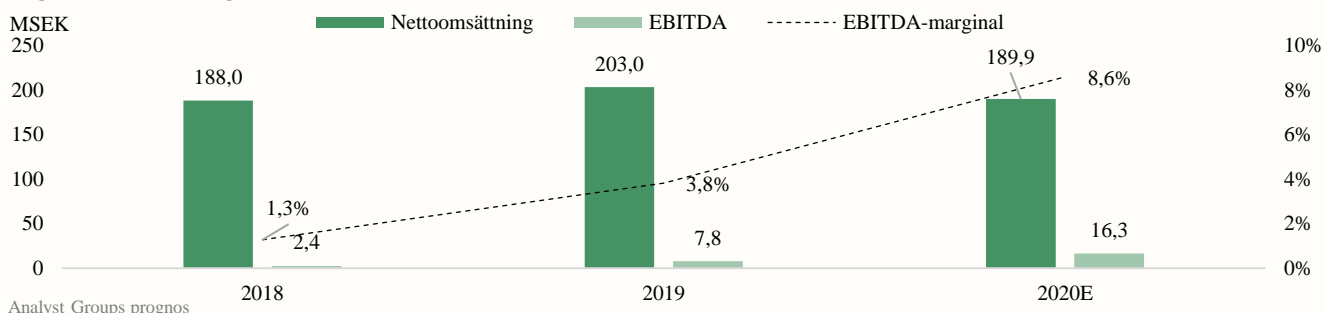
BULL & BEAR

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 scenario, tillsammans med TC Connect Sverige som återtar sitt momentum efter att initialt blivit bromsade av Covid-19. Senaste tillskottet av Automatic Alarm resulterar även i en större intäktbas samt ökad rörelsemarginal. I ett Bull scenario antas marginalerna stiga ytterligare, där omställningen i Norge och förvärvet av Automatic Alarm ger extra bra bidrag under 2020.

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

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



Analyst Groups prognos

40 KR
PER AKTIE I
ETT BULL
SCENARIO

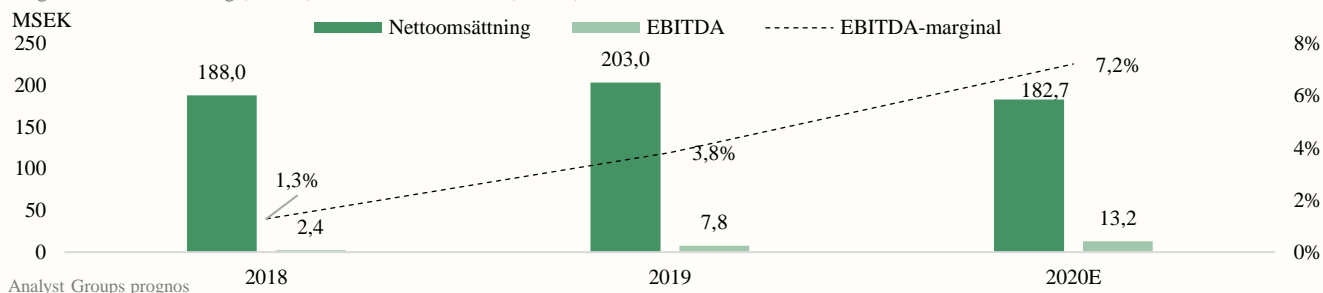
Med en målmultipel om EV/EBITDA 17 på 2020 års prognos erhålls en värdering om 40 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till estimerad kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

Bear scenario

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

Q3-20 visade en stark marginal för Koncernen, men orosmoln finns fortfarande på himlen i form av rådande pandemi, vilket skulle kunna få negativ påverkan på Koncernen under Q4-20.

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



Analyst Groups prognos

18 KR
PER AKTIE I
ETT BEAR
SCENARIO

Utifrån en viktad värdering mellan TCECUR:s estimerade omsättning och EBITDA-resultat i ett Bear scenario, samt med hänsyn till aktiens *free float*, motiveras ett värde per aktie om 18 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.*

Liselott Byström, CFO



Liselott tillträde som CFO under september 2020, hon har en magisterexamen i ekonomi. Hon kommer närmast från rollen som Head of Group Business Control och Planning på Cavotec, som är en industrikoncern listad på Stockholmsbörsen. *Liselott innehar 0 aktier i TCECUR AB och 10 000 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 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.*

Andreas Bergström, Verkställande Direktör Automatic Alarm



Andreas har varit VD på Automatic Alarm i över 10 år, och har dessförinnan erfarenhet som bl.a. Project Manager på Securitas, Key Account Manager (KAM) på G4S och Account Manager samt servicetekniker på Falck.

Källa innehav: TCECUR hemsida, ej med hänsyn till företrädesemissionen under oktober 2020.

LEDNING & STYRELSE



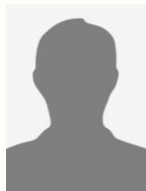
Ole Oftedal, Styrelseordförande i TCECUR AB

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.*



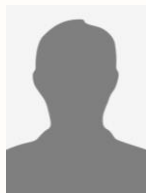
Tommy Lundqvist, Styrelseledamot TCECUR AB¹

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 företagsöverlåtelse, 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.*



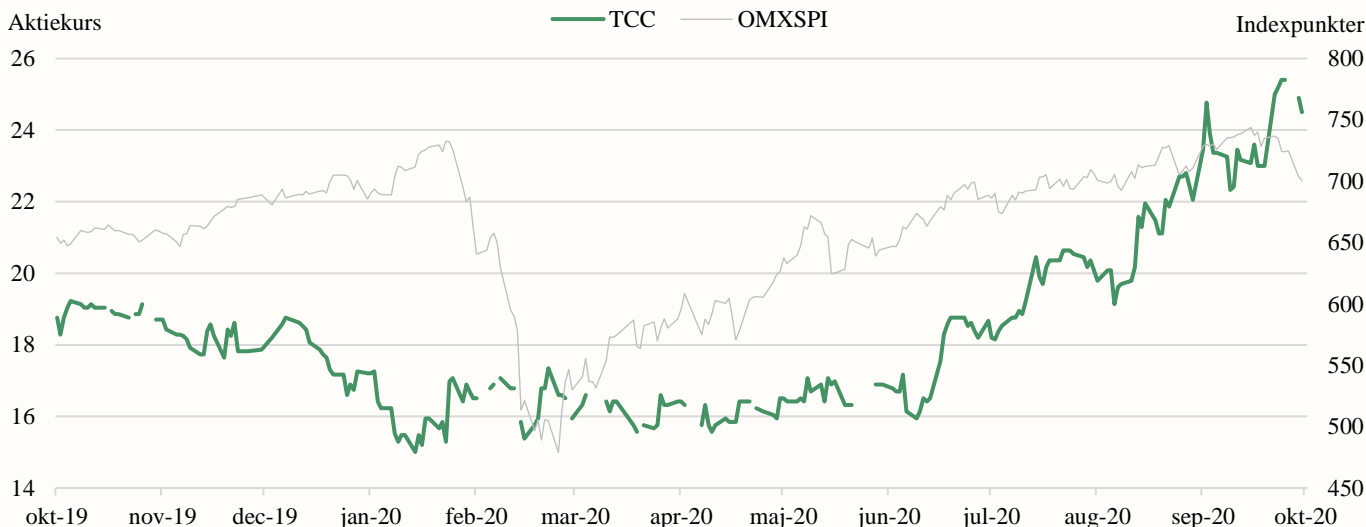
Martin Zetterström, Styrelseledamot TCECUR AB

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.*

¹Källa innehav: TCECUR hemsida, ej med hänsyn till företrädesemissionen under oktober 2020.

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



TCECUR AB - Koncernen (tSEK)	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20	Q3-20
Nettoomsättning	35 699	42 793	47 615	61 880	52 255	45 617	45 616	59 497	44 975	42 618	38 972
Övriga rörelseintäkter	152	68	100	111	306	264	359	306	523	1 140	351
Totala intäkter	35 851	42 861	47 715	61 991	52 561	45 881	45 975	59 803	45 498	43 758	39 323
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-15 458	-23 834	-28 592	-33 511	-28 411	-21 221	-22 227	-26 216	-20 820	-19 148	-18 249
Bruttoresultat	20 393	19 027	19 123	28 480	24 150	24 660	23 748	33 587	24 678	24 610	21 074
Bruttomarginal	56,7%	44,3%	40,0%	45,8%	45,6%	53,5%	51,3%	55,9%	53,7%	55,1%	53,2%
Personalkostnader	-12 838	-16 972	-11 536	-18 533	-16 968	-18 977	-15 696	-22 597	-17 533	-16 249	-12 332
Övriga externa kostnader	-6 588	-5 896	-5 217	-7 083	-6 439	-5 675	-5 324	-6 691	-5 618	-4 983	-3 658
Övriga rörelsekostnader	-132	0	62	110	-24	0	0	0	0	0	0
EBITDA	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	5 084,0
EBITDA-marginal	2,3%	-9,0%	5,1%	4,8%	1,4%	0,0%	6,0%	7,2%	3,4%	7,9%	13,0%
Av- och nedskrivningar	-1 033	-1 112	-1 195	-1 125	-2 246	-2 288	-2 383	-2 574	-2 370	-2 118	-2 494
EBIT	-198	-4 953	1 237	1 849	-1 527	-2 280	345	1 725	-843	1 260	2 590
EBIT-marginal	-0,6%	-11,6%	2,6%	3,0%	-2,9%	-5,0%	0,8%	2,9%	-1,9%	3,0%	6,6%
Ränteintäkter	174	348	-342	-15	111	179	12	-158	52	-52	66
Räntekostnader	-298	-618	-1 461	-1 136	-821	-1 128	-945	-1 017	-1 941	-635	-596
EBT	-322	-5 223	-566	698	-2 237	-3 229	-588	550	-2 732	573	2 060
Skatt	114	119	36	-104	370	848	-138	-327	112	104	120
Nettoresultat	-208	-5 104	-530	594	-1 867	-2 381	-726	223	-2 620	677	2 180
Nettomarginal	-0,6%	-11,9%	-1,1%	1,0%	-3,6%	-5,2%	-1,6%	0,4%	-5,8%	1,6%	5,6%

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

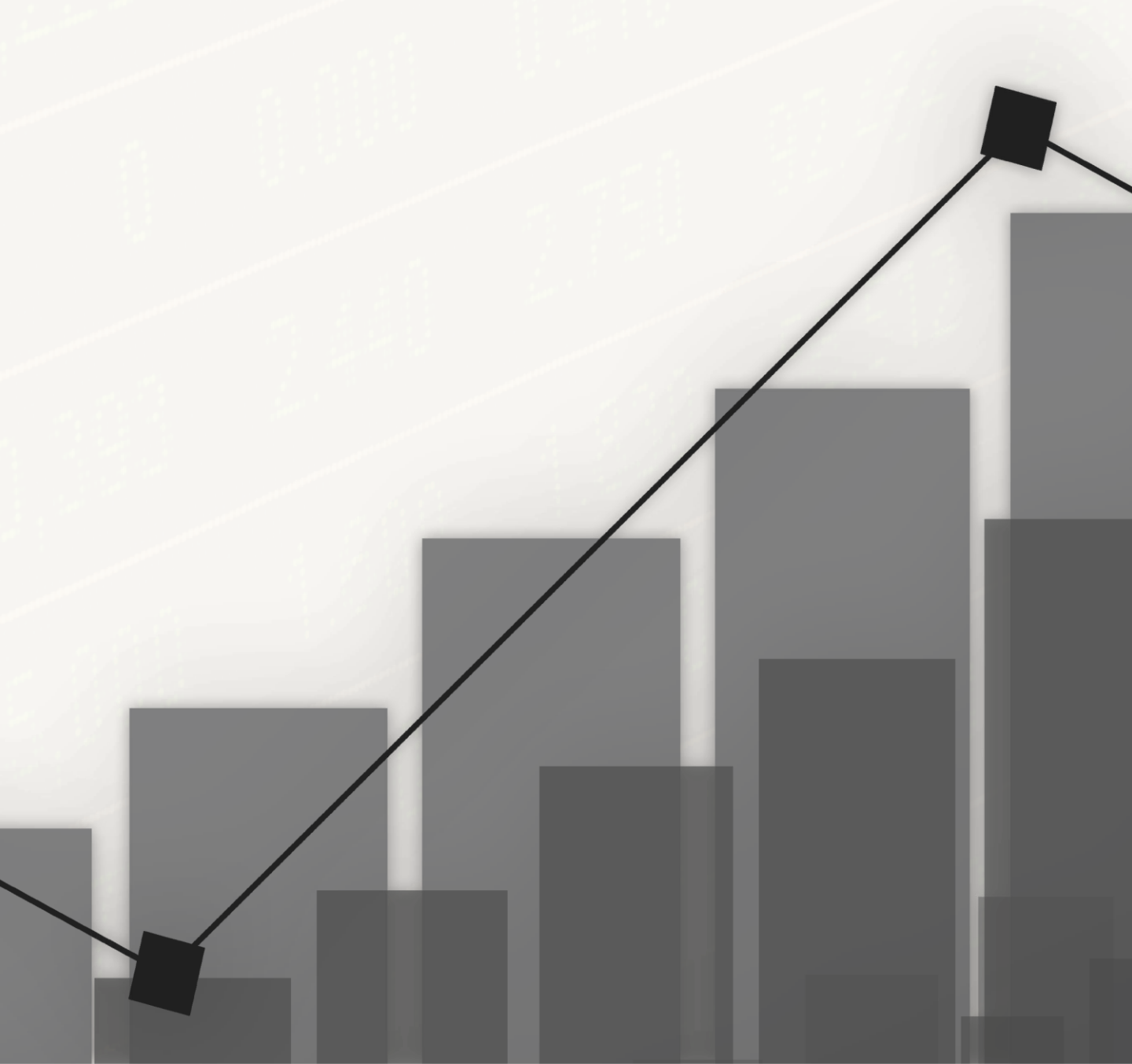
Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **TCECUR AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som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