



Analyst Group

# TC CONNECT AB

EN SÄKERHETSORIENTERAD TEKNIKKONCERN

2018-05-21

**BULL & BEAR-ANALYS**



Analyst Group har sitt ursprung i Lund där en grupp fd. studenter med stort aktieintresse, speciellt för små- och medelstora bolag, kände att det ofta var svårt att finna bra information om bolag. Som konsekvens av detta ansåg och anser vi många små- och medelstora bolag underanalyserade och därmed ofta felvärderade.

För att öka transparensen skrev våra grundare aktieanalyser och inom kort började marknaden och även bolagen själva efterfråga fler analyser – det var våren år 2014 och Analyst Group startades. Idag finns huvudkontoret och verksamheten i Stockholm men med fortsatt närvaro även i Lund där Analyst Group sponsrar samt har regelbundna utbildningar för studenter på Lunds Universitet i syfte att öka förståelsen för aktieanalys och samtidigt bejaka våra rötter.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med löpande analytikerbevakning på ett dussintal bolag. Vi publicerar både oberoende- och uppdragsanalyser, alltid med ambitionen att leverera högkvalitativt innehåll presenterade i innovativa och digitala format. På så sätt hoppas vi kunna öka intresset för aktieinvestering och hjälpa alla aktieintresserade att hitta relevant information om svenska små- och medelstora börsbolag. Samtidigt hjälper vi börsbolag öka sin närvaro och medvetenhet bland investerare.

---

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

*Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.*

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

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

# INNEHÅLL

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



## Värde drivare

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

1



## Historisk Lönsamhet

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

1



## Riskprofil

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

3



## Ledning & Styrelse

Nuvarande ledning, både i Koncernen och i dotterbolagen, har lång erfarenhet från branschen. Styrelsen har olika kompetensområden som kan komplettera varandra väl nu när Koncernen ska växa både organiskt och genom nya förvärv. Koncern-VD Ole Oftedal äger 5,7 % av aktier, men vi hade velat se ett större insynsägande från lednings- och styrelsepersonerna för högre betyg.

## Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q1-18	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7
Marknadsanalys	8-9
Finansiell prognos	10-15
Värdering	16
Bull & Bear	17
VD-intervju, Ole Oftedal	18
Ledning & styrelse	19-20
Appendix	21
Disclaimer	22



5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



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

# TC CONNECT AB (TCC)

EN SÄKERHETSORIENTERAD TEKNIKKONCERN



TC Connect är en teknikkoncern som via verksamhetseffektiviseringar och flera planerade förvärv ska skala upp koncernen och samtidigt öka rörelsemarginalen. Via organiskt samt förvärvsdriven tillväxt prognostiseras TC Connect omsätta ca 240 MSEK år 2018 med en EBITDA-marginal omkring 8 %. Givet en målmultipel om EV/EBITDA 11, härledd från en relativvärdering, samt antagen utveckling av Koncernens kapitalstruktur, ger det ett potentiellt värde om 43 kr per aktie. Utrymme för uppvärdering bedöms således finnas från dagens nivåer.

## Marknaden för säkerhetslösningar växer

Den digitala utvecklingen har inom många branscher och industrier resulterat i ökad efterfrågan på säkerhetslösningar, där aktörer globalt investerar i lösningar för identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, övervakning och styrning av säkra kommunikationslösningar. En delmarknad inom marknaden av säkerhetslösningar är biometrimarknaden, som enligt Tractica (2016) förväntas växa med 22,9 % årligen (CAGR) mellan 2016 och 2025, för att nå en global marknadsstorlek om 15,1 mdUSD.

## TC Connect ska förvärva fler företag framgent

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

## Koncernledningen har tidigare erfarenhet av företagsförvärv

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

## Olika finansieringsalternativ vid förvärv

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

**AKTIEKURS** | 25,6 kr

VÄRDERINGSINTERVALL PÅ 2018 ÅRS PROGNOSEN

<b>BEAR</b> 17 kr	<b>BASE</b> 43 kr	<b>BULL</b> 58kr
----------------------	----------------------	---------------------

TC CONNECT AB	
Stängningskurs (2018-05-18)	25,60
Antal Aktier <sup>1</sup>	3 800 000
Market Cap (MSEK)	97,3
Nettokassa(-)/skuld(+) <sup>2</sup>	2,8
Enterprise Value (EV)	100,1
V.52 prisintervall (SEK)	19,70 – 45,40

UTVECKLING	
1 månad	-6,7 %
3 månader	-16,8 %
1 år	-11,7 %
YTD	-9,5 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2018-03-31)	
TPE AS	59,0 %
Ole Oftedal	5,7 %
Per Lindstrand	4,4 %
Avanza Pension	2,6 %
Nordnet Livsförsikring AS	1,7 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Ole Oftedal
Styrelseordförande	Malin Jonsson

FINANSIELL KALENDER	
Årsredovisning 2017	2018-04-18
Kvartalsrapport 1	2018-05-09

PROGNOS (BASE), MSEK	Q2-Q4 2017	2018E	2019E
Antal dotterbolag i Koncernen	3	6	8
Totala intäkter	116,6	237,9	322,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>54,6</b>	<b>109,8</b>	<b>154,4</b>
Bruttomarginal	46,9%	46,2%	47,8%
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>19,9</b>	<b>32,1</b>
EBITDA-marginal	2,5%	8,3%	10,0%
<b>Nettoresultat</b>	<b>-0,9</b>	<b>11,5</b>	<b>17,9</b>
Nettomarginal	-0,8%	4,8%	5,5%
P/S	0,7	0,5	0,4
EV/S	0,8	0,6	0,8
EV/EBITDA	33,2	7,3	7,7
P/E	-99,6	9,3	7,2
VPA	-0,3	2,7	3,5

<sup>1</sup>Antal utestående aktier inkluderar tillägg av aktier för köp av Mysec Sweden AB, antagen emitteringskurs 25,00 SEK.

<sup>2</sup>Baserat på bokförda värden 2018-03-31.

# KOMMENTAR Q1-18

## Omsättning och resultat

- Under Q1-18 uppgick Koncernens omsättning till 35,7 MSEK med ett EBITDA-resultat om 0,8 MSEK (EBITDA-marginal 2,3 %). Under perioden finns inga engångskostnader.
- Tolv månader rullande (LTM) omsättning uppgår till 152,1 MSEK. Det är i linje med Q4-17 där Koncernens rullande omsättning uppgick till 153,7 MSEK (givet att Koncernen existerat från den 1 januari 2017). Rullande EBITDA uppgår till 3,8 MSEK (2,5 % EBITDA-marginal).

**2,5 %  
EBITDA-  
MARGINAL  
(LTM)**

I rapporten skriver TC Connect att samtliga dotterbolag inom Koncernen visar positiva och bättre EBITDA-resultat mot jämförbar period föregående år. Under mars 2018 ingick TC Connect avsiktsförklaring om att förvärva Mysec Sweden AB, som ingår i Koncernens räkenskaper från den 1 mars 2018. Kostnadsreduceringsprogrammet i Norge har gett avsedd effekt och fokus är nu på lönsamhet snarare än volymer och tillväxt.

## Justeringar av prognoser

I vår tidigare prognos utgick vi från att Mysec Sweden skulle ingå i Koncernens räkenskaper från och med juni 2018. Med tanke på att utfallet istället blev den 1 mars, ingår en större andel av dotterbolaget i Koncernens räkenskaper för 2018. Nedan tabell visar hur stor andel av dotterbolagets omsättning och EBITDA vi räknat med skulle tillkomma Koncernen under 2018, baserat på tillträde den 1 juni (vårt tidigare antagande) och den 1 mars (faktiskt utfall).

Mysec Sweden AB	Tillkommande värde givet tillträde 1 juni 2018 (Analyst Group antagande)	Tillkommande värde givet tillträde 1 mars 2018 (faktiskt utfall)
Omsättning	19,0 MSEK	31,7 MSEK
EBITDA	2,3 MSEK	3,8 MSEK

I delårsrapporten skriver TC Connect att "Norge har med en ny ledning förstärkt fokus på marginal snarare än volym och reducerat kostnader i enlighet med plan". Vi har därför valt att justera ned tillväxten i den norska verksamheten, till förmån för att marginalerna ska kunna stiga och resultera i högre lönsamhet för dotterbolaget. Då större andel av Mysecs räkenskaper numer ingår för 2018, blir dock nettoförändringen av gjorda prognoser för Koncernen som helhet liten.

Resultaträkning 2018 helår, TC Connect – Analyst Groups prognos	Före Q1-18	Efter Q1-18	Förändring
Nettoomsättning	238,9	237,9	-1,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>107</b>	<b>109,8</b>	<b>2,8</b>
Bruttomarginal	44,8%	46,2%	1,4%
<b>EBITDA</b>	<b>19,8</b>	<b>19,9</b>	<b>0,1</b>
EBITDA-marginal	8,3%	8,3%	0,0%
<b>EBIT</b>	<b>17,1</b>	<b>17,2</b>	<b>0,1</b>
EBIT-marginal	7,2%	7,2%	0,0%

## Finansiell situation

Vid utgången av mars 2018 uppgick likvida medel till ca 10 MSEK och TC Connect är i behov av ytterligare finansiering för att slutföra pågående förvärv av Mysec, samt ytterligare förvärv under 2018.

## Sammanfattningsvis

Vi tycker att Q1-rapporten är godkänd och att det finns positiva indikationer inför framtiden. Koncernen skriver att dotterbolagen utvecklas i rätt riktning, med kombination av bra affärsläge och gynnsamma trender i marknaden. Givet att TC Connect kan få finansieringslösningar på plats och genomföra fler förvärv, i kombination med fortsatt organiskt tillväxt, finns utrymme för uppvärdering från dagens nivåer. Efter Q1-rapporten har vi i stort bibehållit våra prognoser för Koncernen i helhet, även om förändring skett på dotterbolagsnivå.

Scenario – potentiellt värde per aktie	Före Q1-18	Efter Q1-18
Base, 2018 års prognos:	43	43
Bull, 2018 års prognos:	58	58
Bear, 2018 års prognos:	17	17

**ÄR I BEHOV  
AV  
FINANSIERING  
FÖR ATT  
GENOMFÖRA  
FÖRVÄRV**



# INVESTERINGSIDÉ

TC Connect är en teknikkoncern som via verksamhetseffektiviseringar och flera planerade förvärv ska skala upp koncernen och samtidigt öka rörelsemarginalen. Via organisk samt förvärvsdriven tillväxt prognostiseras TC Connect omsätta ca 240 MSEK år 2018 med en EBITDA-marginal omkring 8 %. Givet en målmultipel om EV/EBITDA 11, härledd från en relativvärdering, samt antagen utveckling av Koncernens kapitalstruktur, ger det ett potentiellt värde om 43 kr per aktie. I dagsläget är likviditeten i aktien låg och skulle t.ex. nuvarande huvudägare TPE AS (ca 59 %) sälja delar av innehavet skulle likviditeten kunna öka. TPE:s lock-up går ut den 9 juni 2018. Det skulle potentiellt kunna bidra till att skapa större utrymme för uppvärdering.

## Säkerhetsmarknaden växer

Den teknologiska och digitala utvecklingen resulterar i ökade krav på säkerhet och tillförlitlighet, där aktörer globalt investerar i identifikation, verifikation, kontroll- och passersystem, övervakning och styrning av säkra kommunikationslösningar. Tractica (2016) prognostiserar att den globala biometrimarkanden kommer växa med 22,9 % årligen (CAGR) mellan 2016 och 2025, för att nå en marknadsstorlek om 15,1 mUSD.<sup>1</sup> I Sverige och Norge finns RAKEL respektive Nødnett, vilka är nationella system för räddningstjänsten. Räddningspersonal använder dessa nät för bl.a. att med hjälp av mobila radiosystem kommunicera över en säker kanal. Både i Sverige och Norge växer antalet abonnemang kopplade till dessa nationella system.

## TC Connects ska växa både organiskt och genom förvärv

TC Connect är en koncern som består av säkerhetsorienterade dotterbolag, verksamma inom marknader som radiokommunikation i säkra miljöer, högteknologiska och biometriska säkerhetssystem inom övervakning, passersystem, larm och kontrollrum. TC Connects affärsmodell har likheter med aktörer som Lagercrantz, Indutrade och Addtech, där lönsamma företag med god tillväxt identifieras, förvärvas och integreras som ett fristående dotterbolag inom koncernen. Genom att ingå i koncernen kan synergier uppstå, samtidigt som den decentraliserade organisationsstrukturen skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt där dotterbolagen styrs under egen ledningsgrupp.

## Ledningsgrupp och styrelse

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

## Koncernstruktur och nya förvärv motiverar uppvärdering

Likt Lagercrantz, Indutrade och Addtech har TC Connect möjligheten att identifiera förvärvsobjekt till låga värderingsmultiplar (t.ex. 5-7 gånger rörelsevinsten), vartefter de förvärvade bolagen får samma värdering som det förvärvande bolaget efter att de konsoliderats med koncernen, dvs. multipelarbitrage. I ett Base-scenario prognostiseras TC Connect omsätta ca 240 MSEK 2018 med 8 % EBITDA-marginal. Baserat på en relativvärdering, används EV/EBITDA 11 som målmultipel. Givet antagen kapitalstruktur, erhålls ett potentiellt värde om 43 kr per aktie på 2018 års prognos. Värderingen baseras på att antagna händelser inträffar och värderingen utvärderas löpande.

## Den förvärvsdrivna tillväxten förväntas påverka kapitalstrukturen i Koncernen

TC Connect avser göra flera förvärv och beroende på finansieringslösning förekommer olika risker. Om Koncernen avser använda sig av emitterade aktier som betalningsmedel, kommer det ske en utspädning av antalet aktier i TC Connect. Det medför att TC Connect är exponerade mot aktiekursen, där en sjunkande aktiekurs skulle (allt annat lika) innebära att fler aktier skulle behövas emitteras för att uppnå samma köpeskilling. Samtidigt, i ett sådant scenario, kan det tänkas att TC Connect inte gör lika många förvärv, eller att förvärven är av mindre storlek. Genom att använda sig av en större andel likvida medel, t.ex. genom banklån, mezzanin-finansiering m.m., minskar utspädningseffekten. I gjorda prognoser antas ett 20/80-upplägg generellt gälla, dvs. 20 % finansiering av köpeskilling med aktier, 80 % med likvida medel vilka kan erhållas från olika finansieringskällor.

**15,1 mUSD**  
POTENTIELLT  
VÄRDE PÅ  
BIOMETRI-  
MARKNADEN  
ÅR 2025

**240 MSEK**  
FÖRVÄNTAS  
OMSÄTTAS  
ÅR 2018

# BOLAGSBESKRIVNING

**150**  
AVANCERADE  
OCH  
KOMPLEXA  
PROJEKT  
GENOMFÖRDA

TC Connect 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 TC Connect genomfört över 150 avancerade och tekniskt komplexa projekt med kunder som H&M, Spotify, Johnson & Johnson, Citibank m.fl. Perioden 1 april till 31 december 2017 omsatte Koncernen ca 116 MSEK och TC Connect har en global närvaro med marknadsledande position i Norge och en väl etablerad position i Sverige.

TC Connect 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

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

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

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

## Dotterbolag i Koncernen

### AW Technic

VD Per Lindstrand

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



VD Toste Hedlund

Den 13 mars 2018 meddelade TC Connect att de ingått avsiktsförklaring med Mysec Sweden AB om förvärv. Mysec utvecklar, installerar, driftar och underhåller avancerade säkerhetssystem till företag och den offentliga sektorn. Med en stark position i Stockholmsregionen har företaget byggt långvariga kundrelationer med dokumenterat hög leverans kvalitet. Mysec redovisar följande viktiga referenskunder: Arla, SISAB, ICA, Botkyrka kommun, Stockholms Stad, SATS, och en större svensk klädkedja.

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



VD Robert Birgersson

**TC Connect Sverige** bedriver flera mindre projekt med lägre ordervärden (jämfört med TC Connect Norge) där marginalerna är högre och leveranstiderna korta. Juni 2017 förvärvade TC Connect Sverige företaget RA Kommunikationsteknik AB (RAKOM). RAKOM, som specialiserar sig på radioteknik i Sverige, är tidigare underleverantör till TC Connect Sverige, varför förvärvet även förväntas leda till kostnadssynergier, såväl som ökade intäkter.



VD Ansgar Birkeland

**TC Connect Norge** bedriver större projekt (jämfört med TC Connect Sverige) med höga ordervärden där marginalerna är lägre och leveranstiderna långa. Företaget arbetar med bl.a. norska vägverket för regionerna Finnmark och Rogaland, Statoil, Avinor (terminal- och kontrollrumslösningar för Bergen flygplats) och Oslos spårväg.

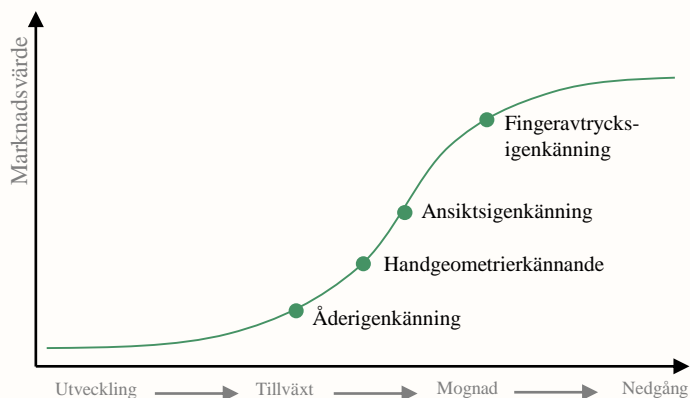
# MARKNADSANALYS

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

Biometrisk teknologi kan effektivisera processer och resultera i kostnadsreduceringar för organisationer. Beroende på vilken typ av biometrisk lösning som används, bedöms dessa befinna sig i olika skeden av produktlivscykeln. Technavio (2016) prognostiserar att biometrimarknaden inom detaljhandeln kommer växa med omkring 22 % årligen (CAGR) från 2020, och Tractica (2016) spår att marknaden kommer växa med 22,9 % årligen (CAGR) perioden 2016-2025.<sup>2,3</sup>

## Beroende på biometrilösning förväntas olika tillväxttakter framgent.

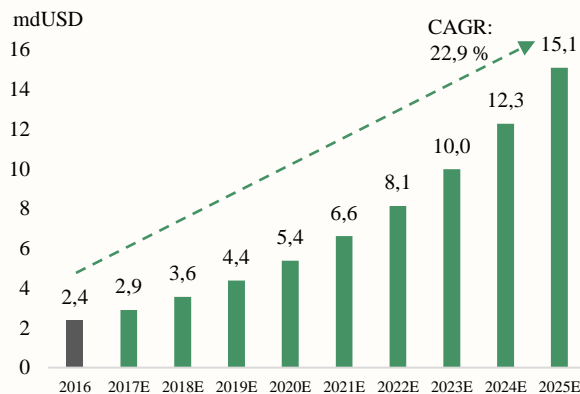
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



Källa: Technavio (2016) och TC Connect (2017)

## Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden

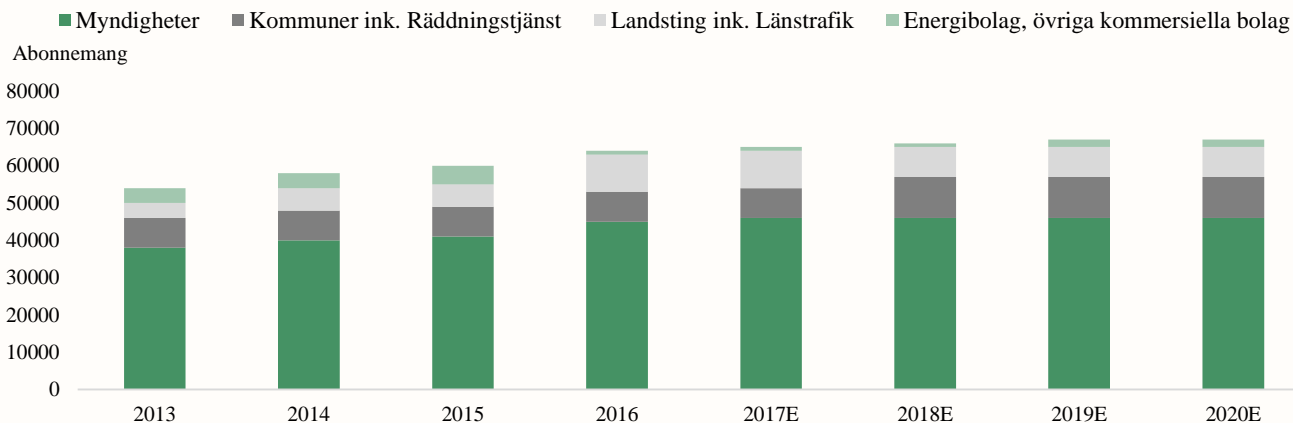


Källa: Tractica (2016)

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

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

Prognos över abonnemangutveckling för RAKEL



Källa: MSB (2016), Regeringskansliet (2017) och TC Connect (2017)

<sup>2</sup>Technavio – Global Biometrics Market in the Retail Sector, 2016

<sup>3</sup>Tractica – Biometrics Markets Forecast, 2016

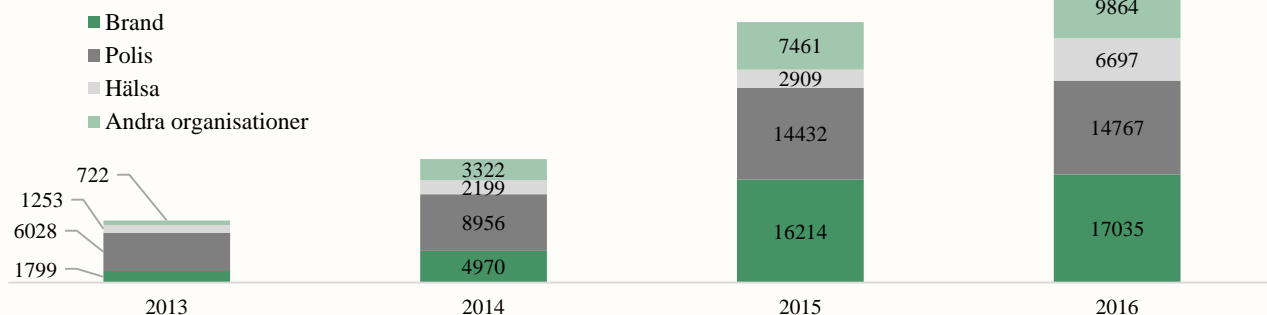


# MARKNADSANALYS

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

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

Radioterminaler i användning Nødnett



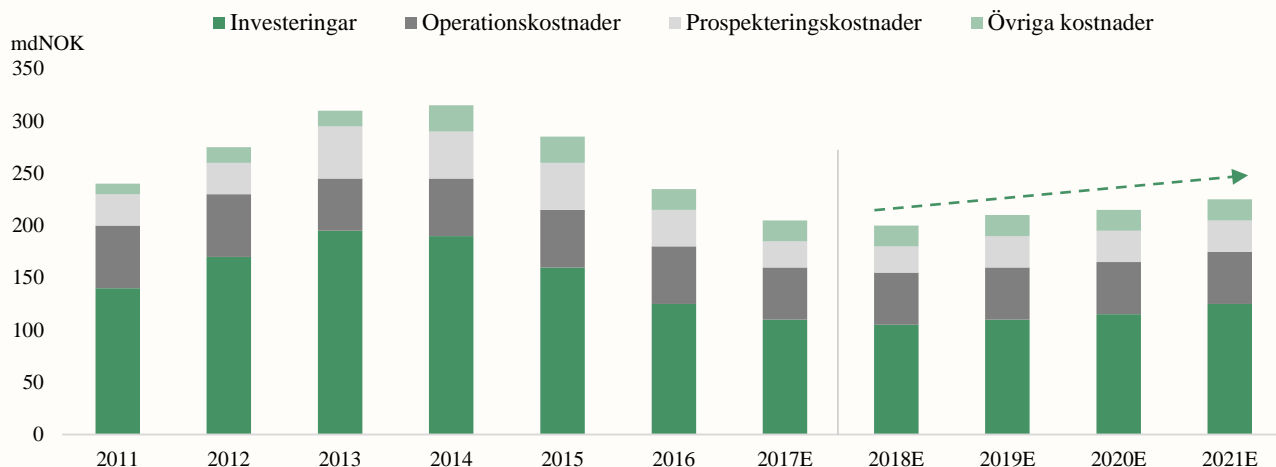
Källa: Nødnett Norge (2016)

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

Kommunikationssystem med hög säkerhet och stabil funktion är av stor vikt i verksamheter som bedrivs i en kritisk miljö. Oljeplattformar och dess verksamhet är av sådan karaktär och kraven på säkerhet är hög, något som driver tillväxten av säkerhetslösningar levererade till dessa aktörer. I Norge finns omkring 140 oljefält varav 30 kategoriseras som framtida projekt. Enligt Norwegian Petroleum Directorate (NPD) uppgick totala investeringar inom olja- och gasindustrin till 233,5 mdNOK under 2016.<sup>4</sup> Det är 47 mdNOK mindre jämfört med 2015, vilket förklarades av ett lägre oljepris. Investeringarna väntas fortsätta minska något, för att stiga igen från 2018 och framåt.

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

Planlagd oljeinvestering Norge



Källa: Norwegian Petroleum Directorate (NPD) (2016)

<sup>4</sup>Norwegian Petroleum Directorate

# FINANSIELL PROGNOSS

## AW Technic AB

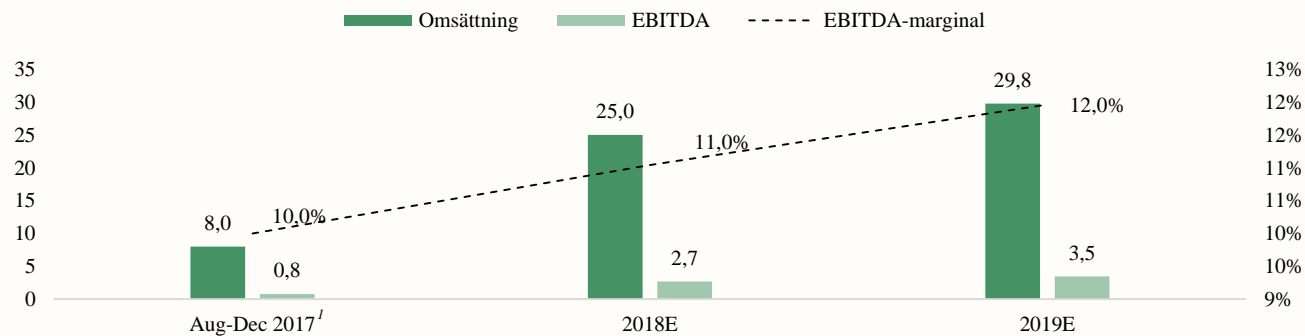
Företaget tillhandahåller säkerhetslösningar inom övervakning, passersystem, identifikation och biometri, med kunder både i Sverige och övriga Europa. AW Technic har som affärsmodell att från ledande teknik- och mjukvaruleverantörer leverera, driftsätta och teckna serviceavtal för kunder med höga krav på säkerhetslösningar. 2016 uppgick omsättningen till 8,8 MSEK, med ett EBIT-resultat om 1,8 MSEK, motsvarande en marginal om ca 20 %. Under 2017 ökade omsättningen med mer än 100 %, och i Q4-rapporten 2017 skriver Koncernen att framtiden ser lovande ut. Om det antas att omsättningen för helåret 2017 uppgick till 20 MSEK, kan det antas att Koncernen tillfördes ca 8 MSEK 2017 med tanke på att tillträde skedde den 1 augusti. Till följd av den kraftiga tillväxten antas marginalerna ha fallit, där en EBITDA-marginal om ca 10 % motsvarar ett EBITDA-resultat om 0,8 MSEK som tillfördes Koncernen under 2017. Framgent antas en svagt stigande rörelsemarginal, vilket motiveras av att förväntad tillväxt kommer hålla ned marginalerna.

Med tanke på att AW Technic tillhandahåller biometriska lösningar, en marknad som förväntas fortsätta växa i hög takt framgent, bedöms företaget ha de marknadsmässiga förutsättningar att växa. Dock är marknaden fortfarande relativt omogen, vilket kan hålla tillbaka tillväxten närmaste åren. Dessutom är AW Technic fortfarande en relativt liten aktör på marknaden. För perioden 2017-2019 antas en konservativ omsättningstillväxt.

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

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

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



Analyst Groups prognos

<sup>1</sup>Detta är Analyst Groups uppskattning.

## TC Connect Sverige AB

I Q1-rapporten 2018 framgår att omsättningen för perioden uppgick till 35,7 MSEK, varav den norska och svenska verksamheten stod för 22,6 MSEK respektive 13,1 MSEK. Den svenska verksamheten, bestående av TC Connect Sverige och AW Technic, samt Mysec Sweden som ingår i Koncernen per den 1 mars 2018, stod alltså för 36,6 % av redovisad omsättning. I förvaltningsberättelsen framgår att Mysec bidrog med 2,2 MSEK, vilket innebär att 10,9 MSEK är hänförligt till TC Connect Sverige och AW Technic under Q1-18.

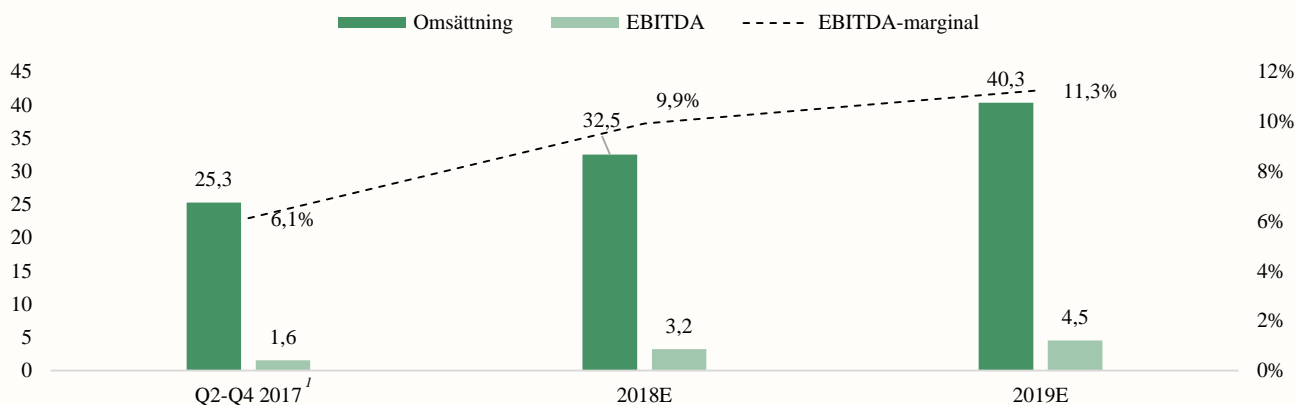
I vår tidigare analys uppskattade vi att TC Connect Sverige och AW Technic stod för 25,3 MSEK respektive 8 MSEK av Koncernens omsättning perioden april-december 2018. Extrapoleras siffrorna till att omfatta helåret, utgår vi från en 60/40-fördelning under Q1-18. Vi utgår därmed från att TC Connect Sverige stod för ca 6,5 MSEK, AW Technic 4,4 MSEK och Mysec Sweden 2,2 MSEK.

Under Q1-18 uppgick EBITDA-resultatet för den svenska delen av Koncernen till 0,7 MSEK, där Mysec Sweden bidrog med 0,4 MSEK. Således ska 0,3 MSEK fördelas mellan TC Connect Sverige och AW Technic. AW Technic antas stå för större andel, då verksamheten har högre marginaler relativt TC Connect Sverige. Oavsett fördelning så är EBITDA-marginalerna, givet uppskattad omsättning i tidigare stycke, ensiffriga och som högst 7 % och 5 % för AW Technic respektive TC Connect Sverige.

# FINANSIELL PROGNOSES

## TC Connect Sverige förväntas kunna växa organiskt, med bidrag från senaste förvärvet (juni 2017) av RAKOM.

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



Analyst Groups prognos

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

## TC Connect Norge

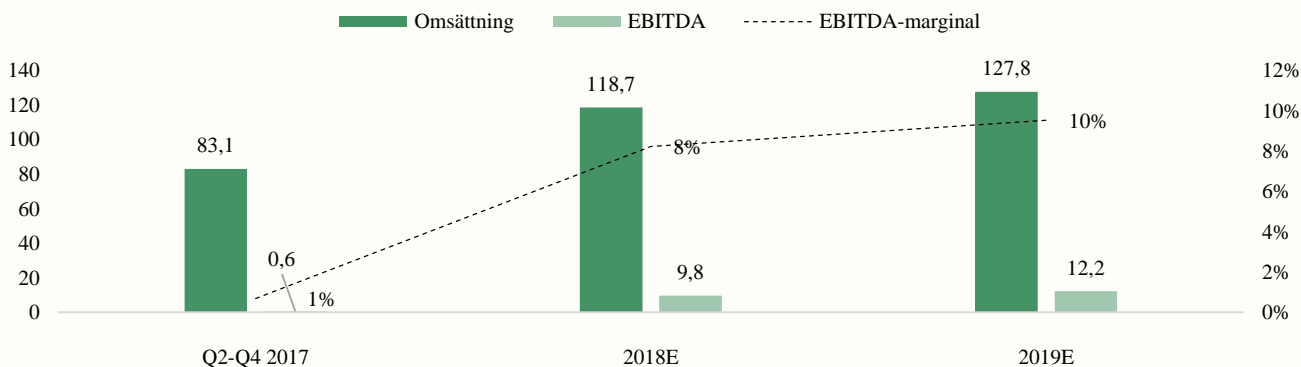
Företaget bedriver projekt med lång leveranstid och med höga ordervärden till lägre marginaler relativt TC Connect Sverige. Företaget förväntas kunna växa dels till följd av pågående projektarbeten, dels i form av nystartade projekt. Flera nya avtal har tecknats under 2017, som för den norska verksamheten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

2017 stod den norska verksamheten under perioden 2017-04-01 till 2017-12-31 för 83,1 MSEK av omsättningen, med ett EBITDA-resultat om 0,6 MSEK. Under Q1-18 stod verksamheten för 22,6 MSEK av omsättning, med ett EBITDA-resultat om 0,1 MSEK.

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

**TC Connect Norge har haft svårigheter och det är viktigt att kostnadsbesparingsprogrammet om 7 MSEK och det ökade fokuset på lönsamhet under 2018 får den effekt som Koncernen kommunicerat, så att marginalerna kan stiga. Tidigare prognos har justerats av Analyst Group, då TC Connect i samband med Q1-rapporten 2018 skrev att fokus är på lönsamhet snarare än volymer under året.**

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



Analyst Groups prognos

# FINANSIELL PROGNOSS

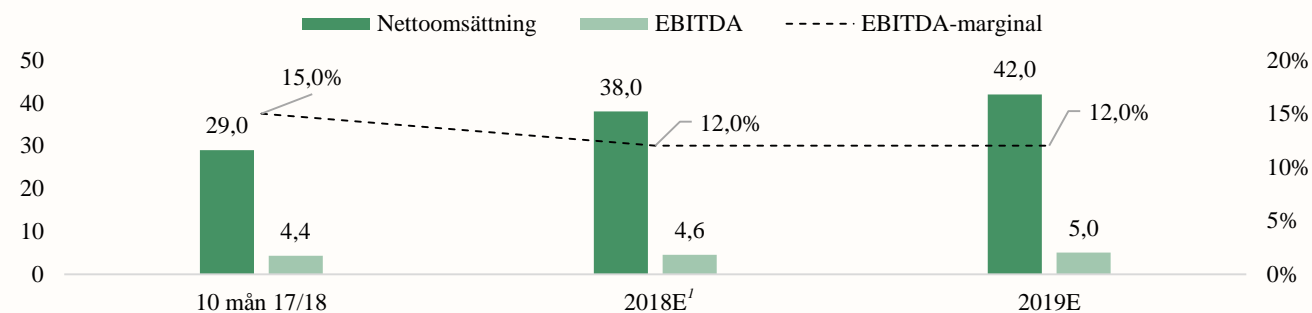
## Mysec Sweden AB

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

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

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

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



Analyst Groups prognos

<sup>1</sup>Med hänsyn till tillträdesdag 1 mars antas 83 % tillfalla Koncernen för räkenskapsåret 2018.

## Nya förvärv förväntas mellan 2018 och 2019

TC Connect förväntas göra flera förvärv framgent vilket förväntas bidra till att Koncernen växer. I samband med kvartalsrapporten Q3-17 kommunicerade TC Connect att de vill upprätthålla en genomsnittlig omsättningstillväxt om 10 % över en konjunkturcykel, med en EBITA-marginal om 10 %. De förvärv som TC Connect potentiellt kan komma att göra, antas över tid uppfylla målsättningen, även om förvärven initialt kan komma att prestera lägre resultat.

I augusti 2017 förvärvade TC Connect företaget AW Technic, och mars 2018 ingicks avsiktsförklaring om att förvärva säkerhetsföretaget Mysec.

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

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

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

# FINANSIELL PROGNOSS

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

TC Connect har olika finansieringsmöjligheter, där likt tidigare förvärv en kombination av kassa och aktier antas utgöra betalningsmedel. Hur kombinationen ser ut kan variera, men framgent antas i genomsnitt ett 20/80-upplägg gälla, d.v.s. 20 % av köpeskillingen betalas med aktier, 80 % med likvida medel. Vid förvärvstillfället antas ingen nämnvärd transaktionskostnad tillkomma.

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

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

## Under 2018 förväntas ytterligare två förvärv genomföras

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

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

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

Finansiering av två förvärv	Input
Betalning i likvida medel (MSEK)	39,6
Betalning i aktier (MSEK)	9,9
Antal nya aktier att emittera	360 000
Antal utestående aktier 2018-12-31 <sup>1</sup>	4 160 000

<sup>1</sup>Antal nyemitterade aktier till följd av betalning för förvärv, baseras på senast volymviktad kurs.

Vid utgången av 2018 skulle då TC Connect bestå av totalt sex dotterbolag. Ett viktigt antagande som görs är att tidpunkten för tillträde av bolagen normaliseras till att ske omkring mitten av 2018, vilket innebär att endast 50 % av målföretagens räkenskaper konsolideras med Koncernens vid tillträde.



# FINANSIELL PROGNOSS

## Under 2019 prognostiseras ytterligare två förvärv

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

Bolagen som förvärvas under 2019 antas ha följande genomsnittliga karaktärsdrag:

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

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

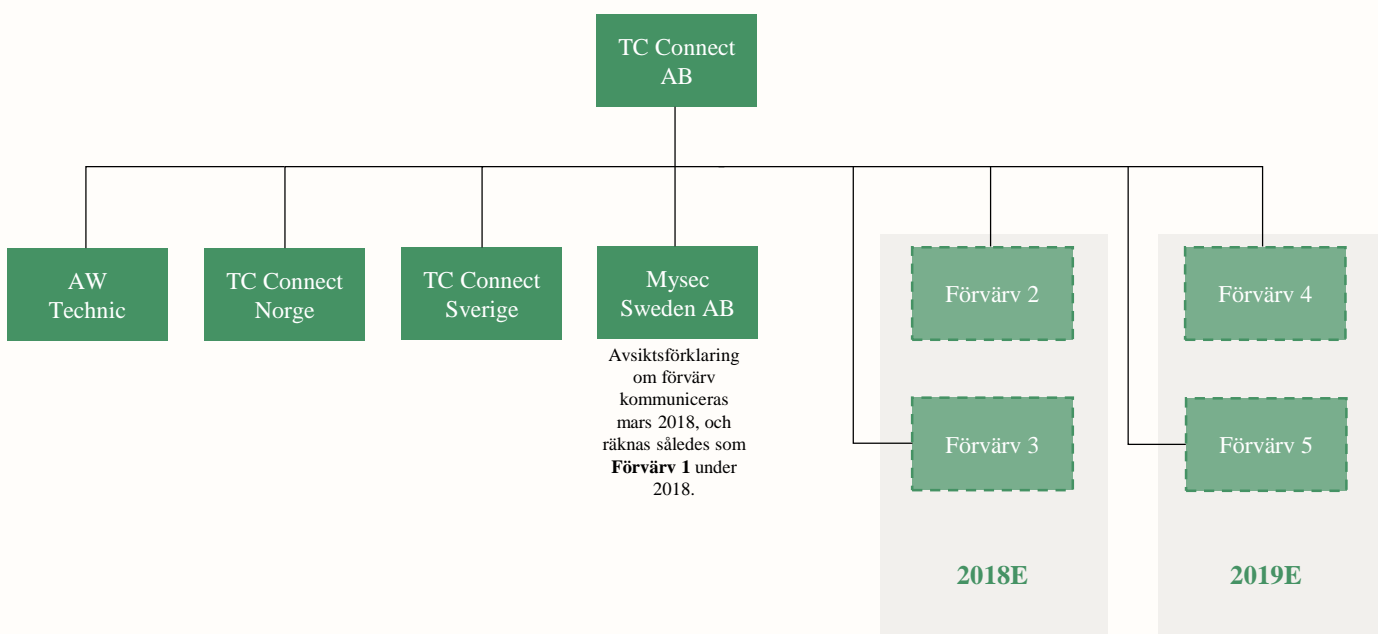
Finansiering av förvärv	Input
Betalning i likvida medel (MSEK)	87,0
Betalning i aktier (MSEK)	21,8
Antal nya aktier att emittera	790 909
Anta utestående aktier 2019-12-31 <sup>1</sup>	4 950 909

<sup>1</sup>Antal nyemitterade aktier till följd av betalning för förvärv, baseras på senast volymviktad kurs.

Vid utgången av 2019 skulle då TC Connect bestå av totalt åtta dotterbolag. Likt tidigare är ett viktigt antagande som görs är att tidpunkten för tillträde av bolagen normaliseras till att ske omkring mitten av 2018, vilket innebär att endast 50 % av målföretagens räkenskaper konsolideras med Koncernens vid tillträde.

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

Antagen utveckling av Koncernen



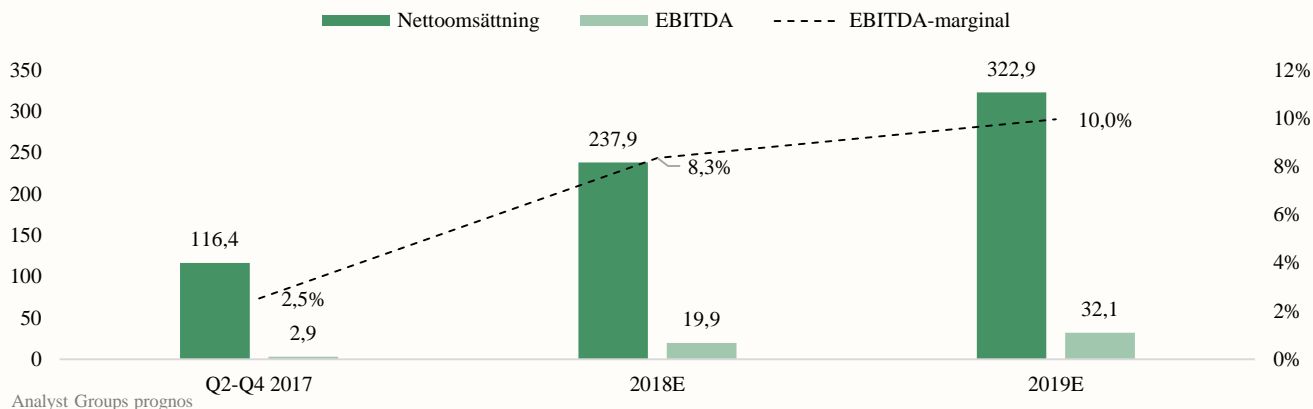
# FINANSIELL PROGNOSES

## Konsolidering av räkenskaperna

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

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

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



Analyst Groups prognos

Resultaträkning, TC Connect – Analyst Groups prognos	Q2-Q4 2017	2018E	2019E
<b>Antal dotterbolag i Koncernen</b>	3	6	8
Nettoomsättning	116,4	237,9	322,9
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>116,6</b>	<b>237,9</b>	<b>322,9</b>
Kostnad sålda varor	-62,0	-128,1	-168,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>54,6</b>	<b>109,8</b>	<b>154,4</b>
Bruttomarginal	46,9%	46,2%	47,8%
Rörelsekostnader	-51,7	-89,9	-122,2
<b>EBITDA</b>	<b>2,9</b>	<b>19,9</b>	<b>32,1</b>
EBITDA-marginal	2,5%	8,3%	10,0%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-2,7	-3,8
<b>EBIT</b>	<b>-0,1</b>	<b>17,2</b>	<b>28,4</b>
EBIT-marginal	-0,1%	7,2%	8,8%
Finansnetto	-0,8	-1,4	-3,6
<b>EBT</b>	<b>-1,0</b>	<b>15,8</b>	<b>24,8</b>
Skatt	0,1	-4,3	-6,9
<b>Nettoresultat</b>	<b>-0,9</b>	<b>11,5</b>	<b>17,9</b>
Nettomarginal	-0,8%	4,8%	5,5%

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

Nyckeltal, Base-scenario <sup>1</sup>	Q2-Q4 2017	2018E	2019E
P/S	0,7	0,5	0,4
EV/S	0,8	0,6	0,8
EV/EBITDA	33,2	7,3	7,7
EV/EBIT	-678,5	8,4	8,7
P/E	-99,6	9,3	7,2
VPA	-0,3	2,7	3,5

<sup>1</sup>Baserat på de antal aktier som antas vara utestående för respektive period.

# VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Lagercrantz*, *Indutrade* och *Addtech*. Även om det råder vissa skillnader, finns likheter mellan företagen och TC Connect avseende affärsmodellen att identifiera och förvärva företag, som sedan får verka under frihet i en decentraliserad koncernorganisation.

## Lagercrantz Group

P/S	EV/S
1,9	2,2
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
19,6	11,1 %

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 6,4 mdSEK (2018-05-18) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 3,4 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 11,1 %.

## Indutrade

P/S	EV/S
1,7	2,0
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
21,4	9,3 %

Indutrade marknadsför och säljer komponenter, system och tjänster med högt teknikinnehåll till industrin inom utvalda nischer. Koncernen skapar värde åt sina kunder genom att strukturera värdekedjan och effektivisera kundernas användning av tekniska komponenter och system. Karaktärsdrag för koncernen är produkter med god teknikhöjd och tillväxt genom förvärv, där förvärven får fortsätta sin verksamhet som tidigare och behålla sitt namn, kultur och ledning. Koncernen är således decentraliserad och dotterbolagen ges stor frihet. Indutrade är noterade på Nasdaq Large Cap, värderas till 26,3 mdSEK (2018-05-18) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 15,2 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 9,3 %.

## ADDTECH

P/S	EV/S
1,6	1,8
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
20,7	8,7 %

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 13,1 mdSEK (2018-05-18). 12 månader rullande försäljning uppgår till 7,8 mdSEK, med EBITDA-marginal 8,7 %.

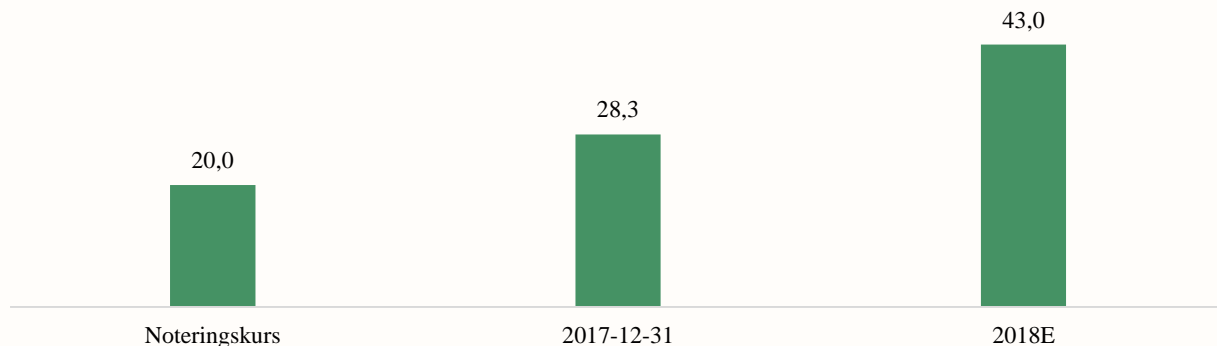
Medelvärdet av ovan nämnda företags EV/EBITDA-multiplar är 20. Samtliga företag är större än TC Connect och noterade på Nasdaq Mid- och Large Cap. Det motiverar att TC Connect ska handlas till en värderingsrabatt. Givet en konservativ värderingsrabatt tillämpas EV/EBITDA 11 på 2018 års prognostiserade EBITDA-resultat som målmultipl. Med en EBITDA-resultat om 19,9 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) om ca 218 MSEK i ett Base scenario. Med hänsyn till antagen skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier efter nya förvärv, ger det en börsvärdering (Market Cap) om ca 180 MSEK, eller 43 kr per aktie.

**43 KR**

PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

Givet EV/EBITDA 11 som målmultipl på 2018 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om 180 MSEK.

Potentiell aktievärdering på 2018 års prognos, Base scenario



Analyst Groups prognos

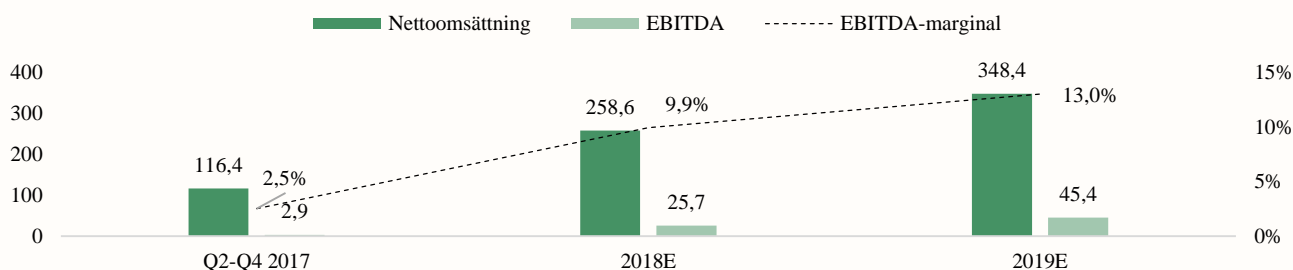
# BULL & BEAR

## Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas TC Connects nuvarande dotterbolag utvecklas i en snabbare takt än väntat. Drivarna till en ökad tillväxt är en högre efterfrågan från marknaden, där dotterbolagens befintliga, och potentiellt nya, produktmix får större genomslagskraft. AW Technic gynnas av god tillväxt i biometrimarknaden och företagets befintliga referenskunder kan underlätta införsäljning till nya kunder. Det kan antas att även övriga dotterbolag gynnas av AW Technics kundnätverk, d.v.s. försäljningssynergier kan uppstå. Även senaste förvärvet MySec förväntas växa i högre takt i detta scenariot. Även om försäljningen förväntas öka mer relativt angivet Base scenario, är inte dotterbolagen såpass skalbara i sin verksamhet att marginalerna förväntas stiga i samma takt. I ett Bull scenario antas dock marginalerna förbättras något. I ett Bull scenario antas TC Connect kunna identifiera större förvärvsobjekt, mätt i omsättning, relativt angivet Base scenario.

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

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



Analyst Groups prognos

**58 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BULL  
SCENARIO  
(2018)

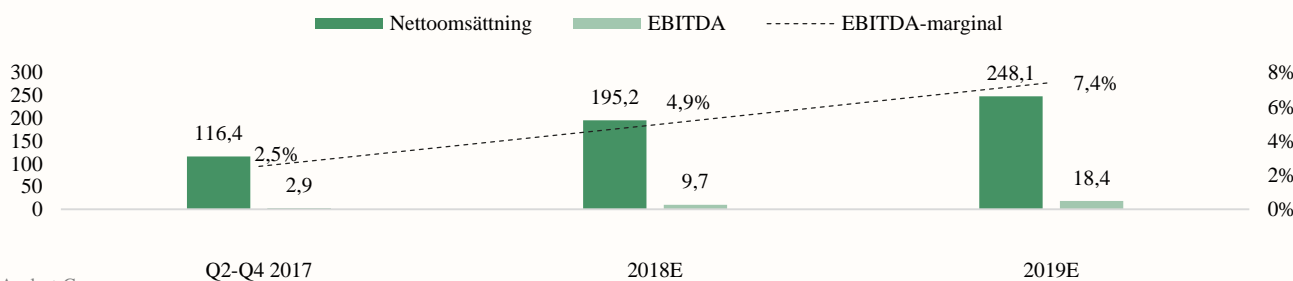
Med en högre målmultipel om EV/EBITDA 11,5 på 2018 års prognos, vilket motiveras av en högre tillväxt och större Koncern-struktur, erhålls en värdering om 58 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till antagen kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

## Bear scenario

Färre kundprojekt av bolagsspecifika anledningar, eller en försämrad konjunktur då tjänsterna och produkterna som tillhandahålls anses korrelerade med rådande konjunkturcykel, hade påverkat värderingen negativt. Den norska verksamheten har på senare tid haft utmaningar, varför ett kostnadsbesparingsprogram har kommunicerats. I ett Bear scenario kan tänkta kostnadsbesparingar komma att bli mindre än väntat, vilket påverkar marginalerna negativt. I ett Bear scenario antas ett ytterligare förvärv under 2018 (exkl. Mysec) och för perioden 2018-2019 antas TC Connect genomföra två förvärv vilka är i mindre storlek relativt tidigare angivna scenarion.

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

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



Analyst Groups prognos

**17 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BEAR  
SCENARIO  
(2018)

Med en målmultipel om EV/EBITDA 9 på 2018 års prognos, vilket är lägre än tidigare scenarion till följd av sämre utfall, erhålls en värdering om 17 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till antagen kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

# VD-INTERVJU, OLE OFTEDAL



Vi är en teknikkoncern som via ett flertal dotterbolag arbetar med att leverera säker radiokommunikation och avancerade säkerhetssystem såsom passersystem, övervakning och larm. TC Connect har genomfört över 150 avancerade och tekniskt komplexa projekt med kunder som, ABB, Siemens, Säkerhetstjänsten, Räddningstjänster, GoPro, Johnson & Johnson, Citibank, Statoil m.fl. Idag består koncernen av fyra dotterbolag: TC Connect Sweden AB, TC Connect A/S (Norge), Access World Technic AB och Mysec Sweden AB.

Våra dotterbolag är helhetsleverantörer till kunder som verkar inom krävande miljöer och är i behov av specifika säkerhetslösningar. Genom att kombinera produkter från världsledande leverantörer med egenutvecklade produkter och system, kan vi tillgodose varje kunds specifika behov och integrationskrav. Vi tar ansvar för hela processen, från inköp och design till implementering, driftsättning och service. Kunden erhåller således ett mervärde genom våra tjänster och slipper vända sig till flera olika leverantörer för att på egen hand samverka arbetsprocesserna. Vår kundbas har höga krav på funktion och kvalitet.

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

Omställning av det Norska bolaget fungerar väl, kostnaderna är under kontroll, viktiga orders har tecknats inom offshore och den planerade kompetensväxlingen följer plan.

Förvärvet av Mysec känns mycket bra, det breddar vår närvaro i säkerhetsmarknaden och bolaget ser mycket stabilt ut.

## **Koncernen TC Connect AB har existerat i lite över ett år, och under tiden har ni gjort flera förvärv. Kan du se att några synergieffekter har uppstått inom koncernen? Om ja, vilka?**

Vi förvärvar i princip inte utifrån synergimöjligheter utan vi söker självständiga lönsamma bolag som utvecklas av egen kraft. Det vi främst tillför är expensionskapital och managementstöd för fortsatt tillväxt.

## **Återstår det något ytterligare arbete i Norge avseende det kostnadsreduceringsprogram som initierades under andra halvan av 2017? Eller har ni nu genomfört hela programmet?**

Kostnaderna följer plan och vi utvecklar nu organisationen med ny kompetens i takt med att nya order tecknas.

## **Ni arbetar med en aktiv förvärvsstrategi – hur bedömer du era förutsättningar att göra fler förvärv under 2018 och för ni några dialoger idag med potentiella förvärvskandidater?**

Jag kommenterar av princip inte eventuella förvärvsprojekt. Vår strategi ligger fast och vi träffar ständigt intressanta företag med unik teknik och marknadsposition.

## **Inom vilka geografiska marknader vill ni helst göra nästa förvärv (i eller utanför Sverige)?**

Det finns många intressanta företag både i Sverige och Norge, där är vårt fokus för närvarande.

## **Om du för investerare fick belysa något som är extra viktigt att följa i TC Connects verksamhet under resterande månader av 2018, vad hade det varit?**

Orderingång.

Den 18 maj 2018



# LEDNING & STYRELSE



## Ole Oftedal, Verkställande Direktör, Affärsutvecklare och Styrelseledamot i TC Connect 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 TC Connect AB har han bl.a. haft ledande befattningsroller i bolag som Cabonline, Miroi, Televentures, Proffice/Dfind, Industrial Partner Permira, Fritidsresor, Linjebuss och Nordstjernen. Han har dessutom varit involverad i projekt relaterade till riskkapitalbolag som EQT, IK och Nordic Capital. Ole har en utbildning som Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm. *Ole äger 195 000 aktier (5,7 %) i TC Connect AB.*



## Henrik Nordin, CFO TC Connect AB

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



## Toste Hedlund, Verkställande Direktör Mysec Sweden AB

Toste Hedlund har varit VD på Mysec sedan starten 2009. Han är entreprenör i grunden och har jobbat inom säkerhetsbranschen sedan 1987. Toste är behörig ingenjör inom brandlarm och inbrottslarm, med fokus på försäljning och projektleddning. Han har varit med från start i projektet med Mysec larmportal, samt försäljning av de större inbrott- och passersystem och CCTV- och brandlarmsprojekten i Mysec. Under Tostes tid i Mysec har företaget utfört stora entreprenader åt aktörer som ICA, ARLA, Stockholms Stad, flera kommuner, en större svensk klädkedja m.fl.



## Per Lindstrand, Verkställande Direktör AW Technic AB

Per är civilingenjör från Kungliga Tekniska Högskolan med inriktning datasäkerhet. Han har sedan 2012 drivit AW Technic och under dessa år erhållit en gedigen kunskap om avancerade säkerhetssystem, främst med fokus på komplexa, globala lösningar som Tyco Software House CCURE och Honeywell Pro-Watch för kärnkraftverk, investmentbanker, industrier, IT- bolag och läkemedelsbolag. Under sin tid på AW Technic har företaget genomfört installationer i Norden, England, Nederländerna, Tyskland och Frankrike. AW Technic har även lyckats uppnå den högsta certifieringsnivån, Platinum, som integratör för Honeywell. *Per äger 141 000 aktier (4,2 %) i TC Connect AB.*



## Robert Birgersson, Verkställande Direktör TC Connect Sverige AB

Robert är VD för svenska dotterbolaget TC Connect Sverige. Han har arbetat i över 15 år på företag främst inom kundnära verksamhetsområden, vilket resulterar i att han byggt upp ett brett nätverk och etablerat ett gott anseende hos både kunder och leverantörer. Robert har även erfarenhet som inköpare på Ericsson och marknads- och försäljningsansvar på mindre företag. Han har en ekonomiutbildning från Örebro Universitet. *Robert äger inga aktier i TC Connect AB.*



## Ansgar Birkeland, Verkställande Direktör TC Connect Norge A/S

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



## Harald Bergby, Marknad- och Försäljningschef TC Connect Norge A/S

Harald, tillsammans med Ansgar, är aktiv i det norska dotterbolag TC Connect Norge där han har ansvar för försäljnings- och marknadsaktiviteter. Han har omkring 30 års erfarenhet inom försäljning och ledarskap inom radio, telekommunikation och dataindustri på den skandinaviska marknaden. Harald har arbetat i mer än 10 år inom TC Connect. Innan dess arbetade han inom Telenor (1993-2005) och TeleCom (1986-1992). *Harald äger 2500 aktier (0,1 %) i TC Connect AB.*

# LEDNING & STYRELSE



## Tommy Lundqvist, Styrelseordförande TC Connect AB

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



## Malin Jonsson, Styrelseledamot TC Connect AB

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



## Petter Lundgren, Styrelseledamot TC Connect AB

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

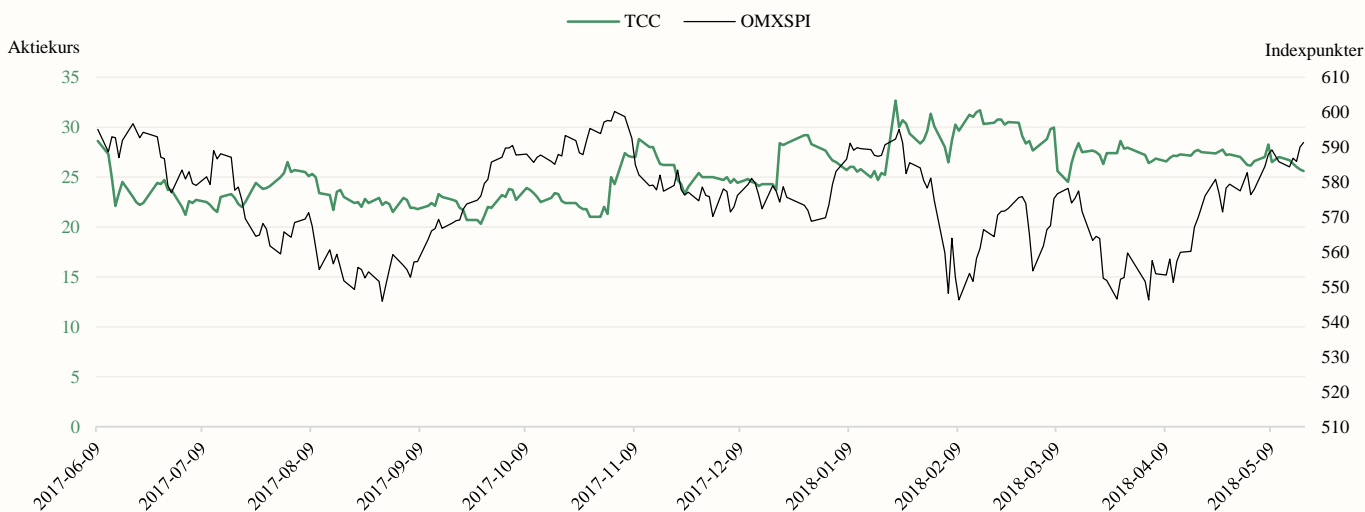


## Lars Wennberg, Styrelseledamot TC Connect AB

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

## APPENDIX

## TC Connect, aktiekursens utveckling



TC Connect AB - Koncernen (tSEK)	12 månader rullande (per Q1-18)
Nettoomsättning	152 072
Övriga rörelseintäkter	372
<b>Totala intäkter</b>	<b>152 444</b>
Råvaror och förnödenheter (COGS)	-77 462
<b>Bruttoresultat</b>	<b>74 982</b>
<i>Bruttomarginal</i>	49,1%
Personalkostnader	-45 772
Övriga externa kostnader	-25 034
Övriga rörelsekostnader	-416
<b>EBITDA</b>	<b>3 760,0</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	2,5%
Av- och nedskrivningar	-4 101
<b>EBIT</b>	<b>-341</b>
<i>EBIT-marginal</i>	-0,2%
Ränteintäkter	954
Räntekostnader	-1 925
<b>EBT</b>	<b>-1 312</b>
Skatt	230
<b>Nettoresultat</b>	<b>-1 082</b>
<i>Nettomarginal</i>	-0,7%

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://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 **TC Connect AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

# AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35  
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018  
[WWW.ANALYSTGROUP.SE](http://WWW.ANALYSTGROUP.SE)