



Analyst Group

TC CONNECT AB

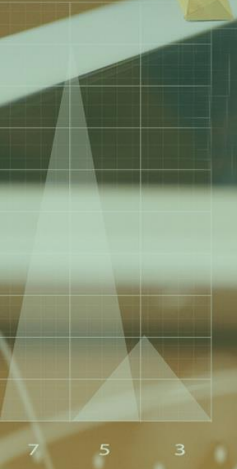
EN SÄKERHETSORIENTERAD TEKNIKKONCERN

2018-03-22

BULL & BEAR-ANALYS



Sept. Oct. July June Aug. May



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.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q4-17	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

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 förbättrings- utrymme 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.

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 Adtech, där lönsamma företag med god tillväxt identifieras, förvärvas och integreras som fristående dotterbolag inom koncernen. Synergieffekter kan således uppstå, samtidigt som den decentraliserade organisationsstrukturen skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt där dotterbolagen styrs under en egen ledningsgrupp.

Koncernledningen har tidigare erfarenhet av företagsförvärv

För att framtida förvärv ska vara lyckade förutsätter det en erfaren ledningsgrupp och styrelse, med förmåga att dels identifiera bra förvärv, och dels med rätt kompetenser att integrera förvärven i koncernen (även om dotterbolagen verkar fristående). Ole Oftedal, VD för Koncernen, har lång erfarenhet både som företagsledare och entreprenör. Kjell-Åke Jägenstedt, 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 | 27,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL PÅ 2018 ÅRS PROGNOSEN

BEAR 17 kr	BASE 43 kr	BULL 58kr
----------------------	----------------------	---------------------

TC CONNECT AB	
Stängningskurs (2018-03-20)	27,50
Antal Aktier ¹	3 400 000
Market Cap (MSEK)	93,5
Nettokassa(-)/skuld(+) ²	10,0
Enterprise Value (EV)	103,5
V.52 prisintervall (SEK)	19,70 – 45,40

UTVECKLING	
1 månad	-12,2 %
3 månader	-4,9 %
1 år	-6,9 %
YTD	-4,6 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)	
TPE AS	59,0 %
Ole Oftedal	5,7 %
Per Lindstrand	4,4 %
Avanza Pension	2,6 %
Nordnet Livsförsäkring 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	238,9	339,4
Bruttoresultat	54,6	107,0	160,8
Bruttomarginal	46,9%	44,8%	47,4%
EBITDA	2,9	19,8	32,8
EBITDA-marginal	2,5%	8,3%	9,7%
Nettoresultat	-0,9	11,7	18,4
Nettomarginal	-0,8%	4,9%	5,4%
P/S	0,8	0,5	0,4
EV/S	0,9	0,6	0,7
EV/EBITDA	35,4	7,7	7,8
P/E	-107,0	9,8	7,4
VPA	-0,3	2,8	3,7

¹Antal utestående aktier inkluderar ej tillägg av aktier för köp av Mysec Sweden AB.

²Baserat på bokförda värden 2017-12-31.

KOMMENTAR Q4-17

Omsättning och resultat

Perioden 2017-04-01 till 2017-12-31 uppgick Koncernens omsättning till 116,4 MSEK. Läger man till omsättningen som under första kvartalet (2017-01-01 till 2017-03-31) tillhörde den tidigare koncernen TC Connect AS, hade helårsomsättningen uppgått till 154,5 MSEK med ett EBITDA-resultat om 1,1 MSEK.

Nettoomsättning uppgick under Q4-17 till 49 MSEK, med ett EBITDA-resultat om 0,6 MSEK. På sista raden var resultatet negativt, med ett nettoresultat om -0,7 MSEK. Det ska då tilläggas att TC Connect har tagit kostnader av engångskaraktär om 3 MSEK hänförligt till den norska verksamheten. Vid korrigering för engångskostnader hade TC Connect visat lönsamhet på sista raden.

Q3-17 omsatte TC Connect 33,6 MSEK. Det innebär således att koncernen växte med 46 % från Q3 till Q4-17. Det, i kombination med goda förutsättningar för ökad underliggande lönsamhet, gör att vi ser positivt på kommande kvartal under 2018 där TC Connect borde kunna växa organiskt med ökad lönsamhet. Tillväxt förväntas även ske via ytterligare förvärv.

Avsiktsförklaring om att förvärva säkerhetsbolaget Mysec Sweden AB

TC Connect meddelande den 13 mars 2018 att de ingått en avsiktsförklaring om att förvärva Mysec Sweden AB. Mysecs omsättning har utvecklats starkt sedan 2009 och har sedan 2014 växt med en CAGR om 30 %. Den exponentiella utvecklingen härleds rimligen till ökade återkommande intäkter samt ytterligare organisk tillväxt. På rörelsenivå är lönsamheten i en positiv trend och EBITDA-marginalen uppgick perioden 2016/2017 till 13 % (Mysec har brutet räkenskapsår). Omsättningen från maj 2017 till februari 2018 (10 månader) uppgick till 29 MSEK, med en rörelsemarginal omkring 15 %.

Förvärvskostnaden uppgår till 35 MSEK. Skulle det antas att Mysec fortsätter växa under året och omsätter 38 MSEK 2018 helår, med en rörelsemarginal omkring 12 % (se sida 12 för resonemang), innebär det ett rörelseresultat om ca 4,6 MSEK. I relation till 35 MSEK i förvärvskostnad görs således köpet till 0,9x försäljningen och 7,6x rörelseresultatet på 2018 års prognos. Vi anser att Mysec är ett kvalitetsbolag med fin historik och företaget består av värdefulla nyckelpersoner som kommer finnas kvar efter att förvärvet genomförts. I vår mening gör TC Connect ett bra förvärv med Mysec och som en del i TC-koncernen kan synergieffekter uppstå.

Finansiell situation

Vid utgången av december 2017 uppgick likvida medel till ca 5,8 MSEK och TC Connect är i behov av ytterligare finansiering för att genomföra pågående förvärv av Mysec, samt ytterligare förvärv under 2018. Med tanke på omsättnings- och lönsamhetsnivåerna i Koncernen, borde det finnas flera alternativ för olika finansieringslösningar (t.ex. krediter och mezzanin-lån i kombination med emittering av aktier).

TC Connects balanslikviditet (Current Ratio) uppgår till ca 1,01, där värden under 1 innebär att korta skulder överstiger omsättningstillgångarna. Beräkningen har gjorts efter samtal med ledningen om att de flyttat 5 MSEK från korta- till långa skuldsidan i balansräkningen. Det frigör således likviditet, vilket vi ser positivt på.

Sammanfattningsvis

Vi ställer hos positiva till Q4-rapporten där fjärde kvartalet visar på stark tillväxt och sätter tonen inför resten av 2018 för dotterbolagen. Korrigerat för engångskostnader är Koncernen lönsam och sett till de svenska dotterbolagen går dessa väldigt starkt, där t.ex. AW Technic mer än dubblar sin omsättning under 2017. 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 Q4-rapporten, samt kommunicerat förvärv av Mysec, har vi justerat våra prognoser vilket även påverkat värderingsintervallet. Utfallet är att vi höjer värderingsintervallet, där ett Base scenario baseras på ytterligare två förvärv under 2018 utöver Mysec, samt organisk tillväxt i nuvarande dotterbolag.

Scenario – potentiellt värde per aktie	Före Q4-17	Efter Q4-17
Base, 2018 års prognos:	41	43
Bull, 2018 års prognos:	57	58
Bear, 2018 års prognos:	15	17

46 %
TILLVÄXT
MOT
FÖREGÅENDE
KVARTAL

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 (t.ex. via en "block-trade", då innehav nu är under lock-up), skulle likviditeten kunna öka. 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.¹ 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. Kjell-Åke Jägenstedt, 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 finansieringslösningar 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.

MYSEC

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.

TC CONNECT Sverige

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.

TC CONNECT Norge

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.

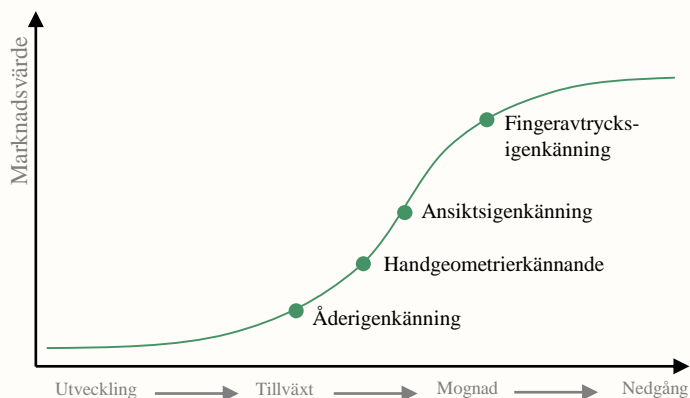
MARKNADSANALYS

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 befina 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.^{2,3}

Beroende på biometrilösning förväntas olika tillväxttakter framgent.

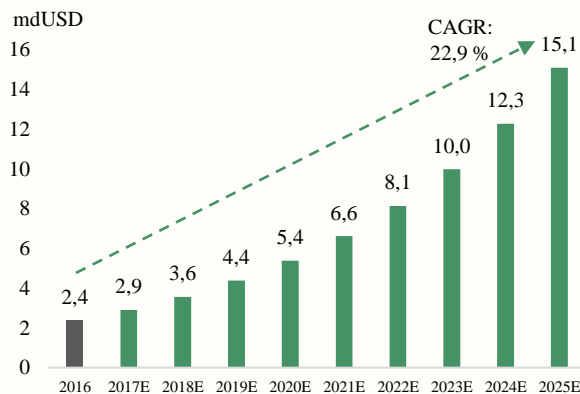
Produktlivscykel för biometrisk teknologier i detaljhandelssektor



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

Den generella biometrimarknaden förväntas fortsätta växa.

Tillväxt biometrimarknaden

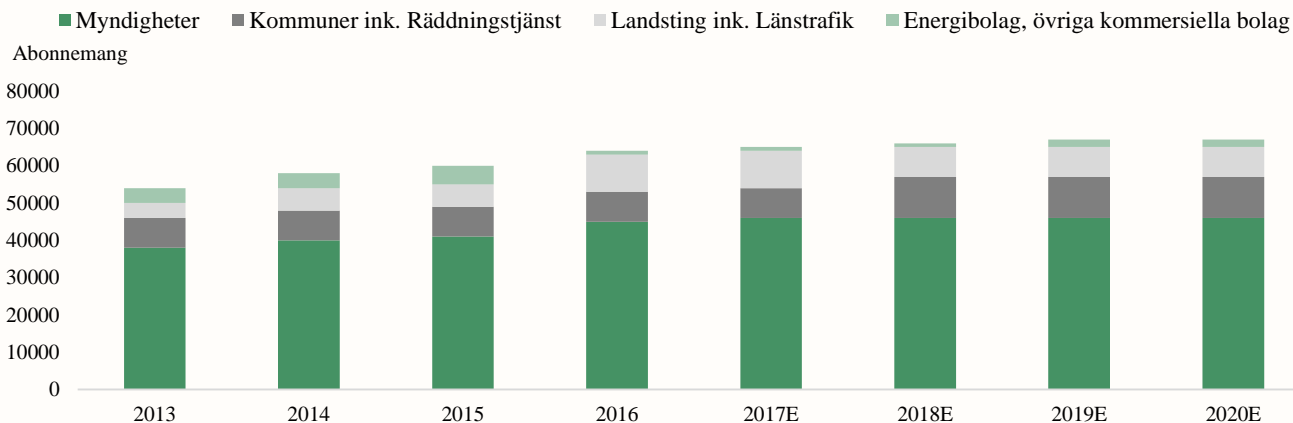


Källa: Tractica (2016)

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)

²Technavio – Global Biometrics Market in the Retail Sector, 2016

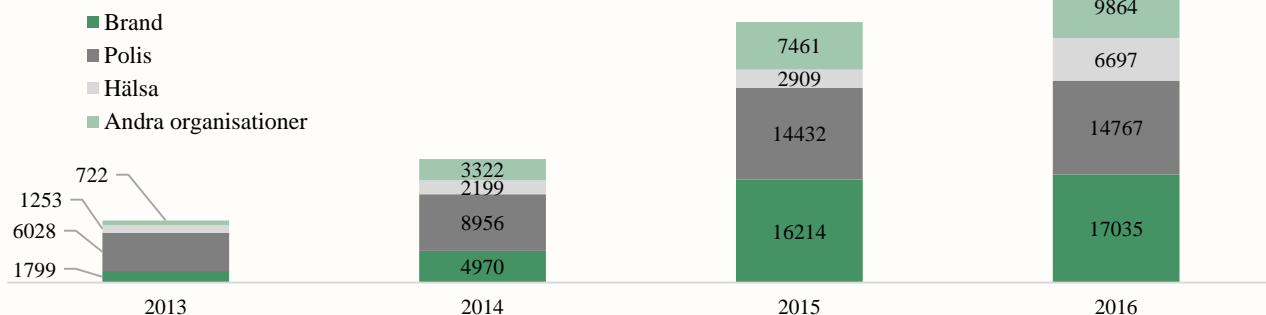
³Tractica – Biometrics Markets Forecast, 2016

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



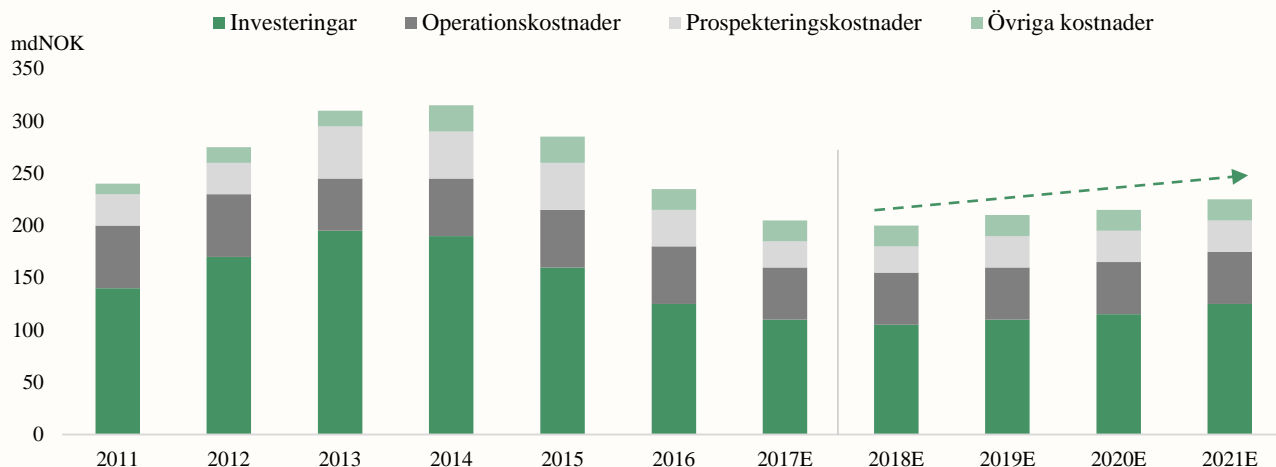
Källa: Nødnett Norge (2016)

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 2016.⁴ 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)

⁴Norwegian Petroleum Directorate

FINANSIELL PROGNOSES

AW Technic AB

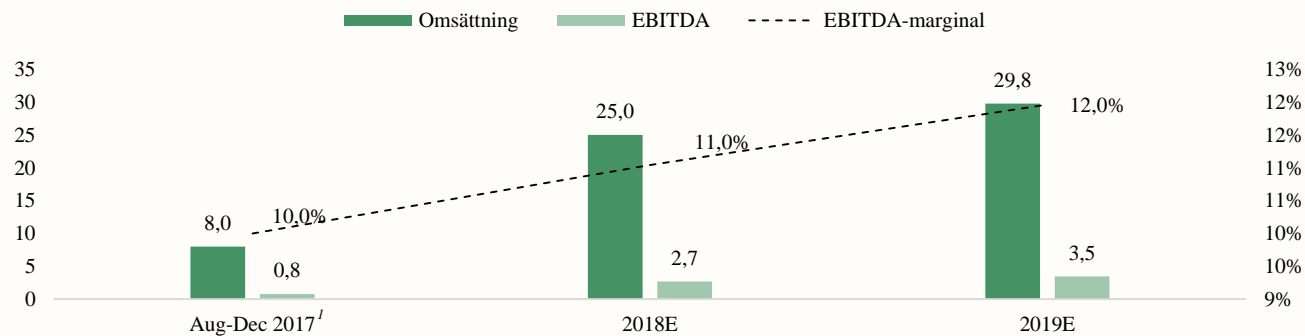
Företaget tillhandahåller säkerhetslösningar inom övervakning, passersystem, identifikation och biometri, med kunder både i Sverige och övriga Europa. AW Technic har som affärsmodell att från ledande teknik- och mjukvaruleverantörer leverera, driftsätta och teckna serviceavtal för kunder med höga krav på säkerhetslösningar. 2016 uppgick omsättningen till 8,8 MSEK, med ett EBIT-resultat om 1,8 MSEK, motsvarande en marginal om ca 20 %. Under 2017 ökade omsättningen med mer än 100 %, 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 i 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

¹Detta är Analyst Groups uppskattning.

TC Connect Sverige AB

I Q4-rapporten 2017 framgår att omsättningen för perioden 2017-04-01 till 2017-12-31 uppgår till 116,4 MSEK, varav den norska och svenska verksamheten stod för 83,1 MSEK respektive 33,3 MSEK. Den svenska verksamheten, som under 2017 bestod av TC Connect Sverige och AW Technic, stod alltså för 28,6 % av redovisad omsättning. Merparten antas utgöras av TC Connect Sverige, då tillträde till AW Technic skedde den 1 augusti.

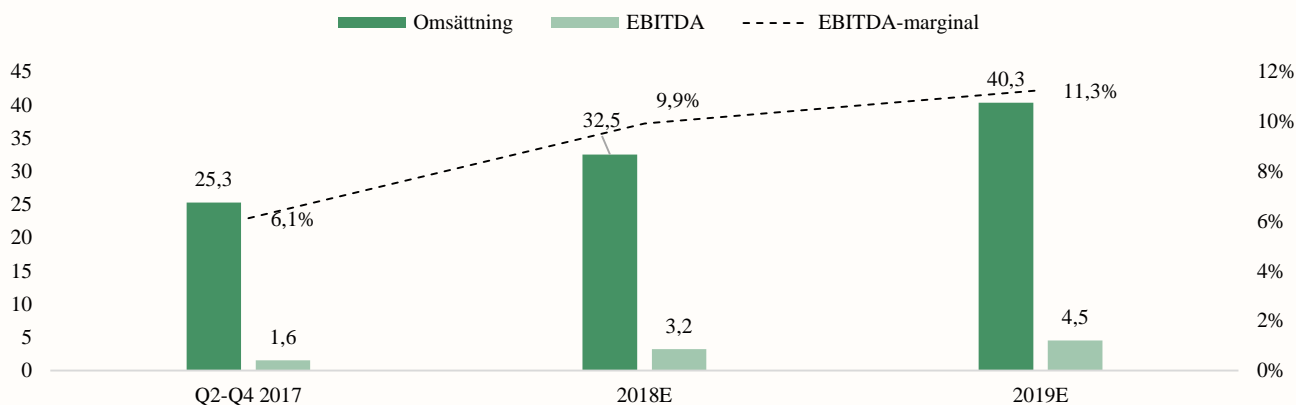
Vid antagande att AW Technic stod för 8 MSEK av omsättningen 2017 för den svenska verksamheten, innebär det att TC Connect Sverige omsatte ca 25,3 MSEK, vilket är i nära linje med vår tidigare prognos (27,3 MSEK).

För perioden 2017-04-01 till 2017-12-31 uppgick EBITDA-resultatet för den svenska delen av Koncernen till 2,35 MSEK. Om det antas att AW Technic, som nämnt ovan, bidrog med 0,8 MSEK, innebär det att TC Connect Sverige gjorde ett EBITDA-resultat på 1,55 MSEK. Det motsvarar en EBITDA-marginal på ca 6 %. Vi hade en prognos på 5,6 %. Jämfört med TC Connect Norge, vars affärsmodell innefattar större projekt med lägre marginaler, antas TC Connect Sverige ha en högre rörelsemarginal.

FINANSIELL PROGNOSS

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

TC Connect Norge

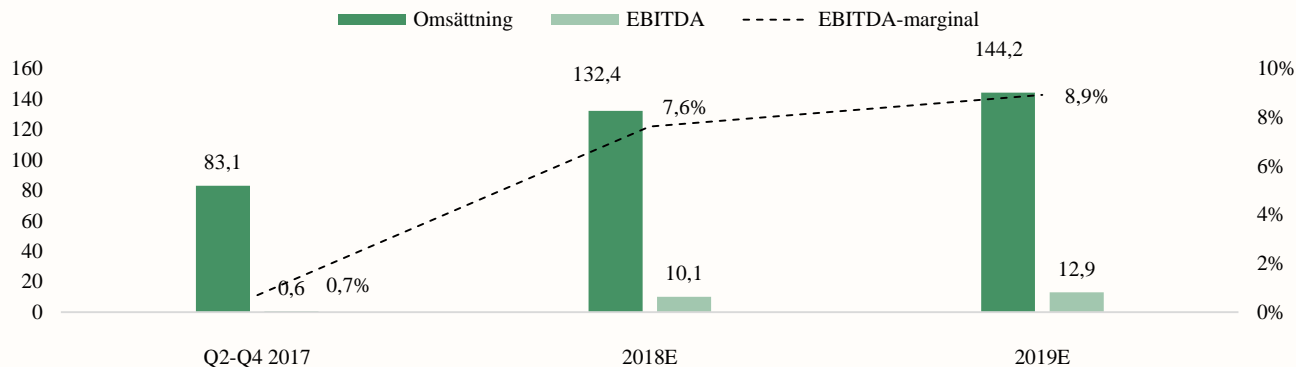
Företaget bedriver projekt med lång leveranstid och med höga ordervärden till lägre marginaler relativt TC Connect Sverige. Företaget förväntas kunna växa dels till följd av pågående projektarbeten, dels i form av nystartade projekt. Flera nya avtal har tecknats under 2017, som för den norska verksamheten bl.a. innefattade kunder som Gardermoen Flygplats, ett ramavtal med norska hälsomyndigheten och med Statoil för Johan Castberg-oljefältet, 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 redan 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.

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 utmaningar och det är viktigt att kostnadsbesparingsprogrammet om 7 MSEK får effekt, så att marginalerna kan stiga.

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



Analyst Groups prognos

FINANSIELL PROGNOSS

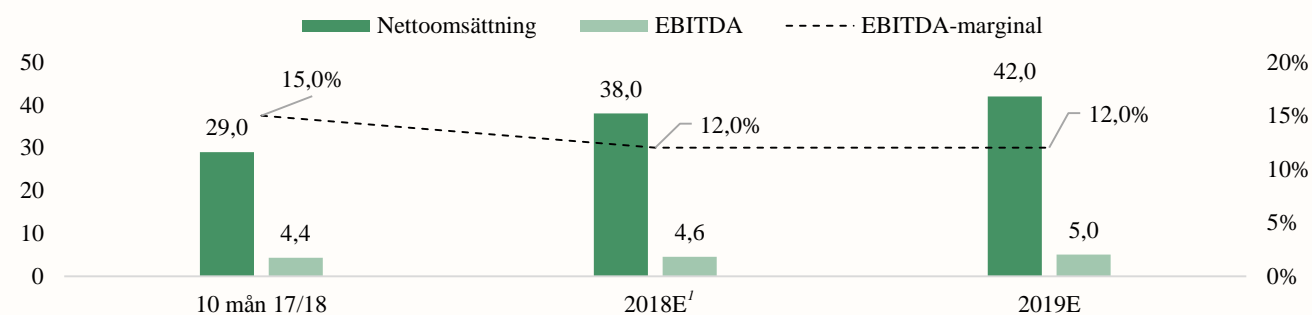
Mysec Sweden AB

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

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

¹Med hänsyn till tillträdesdag antas 50 % 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 ¹	10 månader 17/18: 29 MSEK
EBITDA	År 2017: 2 MSEK ¹	10 månader 17/18: 4,4 MSEK
EBITDA-marginal	10 % ¹	15 %
Initial köpeskilling erlagd av TC Connect AB	8 MSEK	25 MSEK (varav 10 MSEK i aktier)
Prestationsbaserad ersättning, vilken tillkommer givet visst resultat	5 MSEK	10 MSEK

¹Nivån är en uppskattning av Analyst Group för helåret 2017, då faktisk omsättning och lönsamhet inte kommunicerats av 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 PROGNOSE

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, dvs. 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 betald kurs (2018-03-20) 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 ¹	4 160 000

¹Antal nyemitterade aktier till följd av betalning för förvärv, baseras på senast betald aktiekurs 2018-03-20.

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:

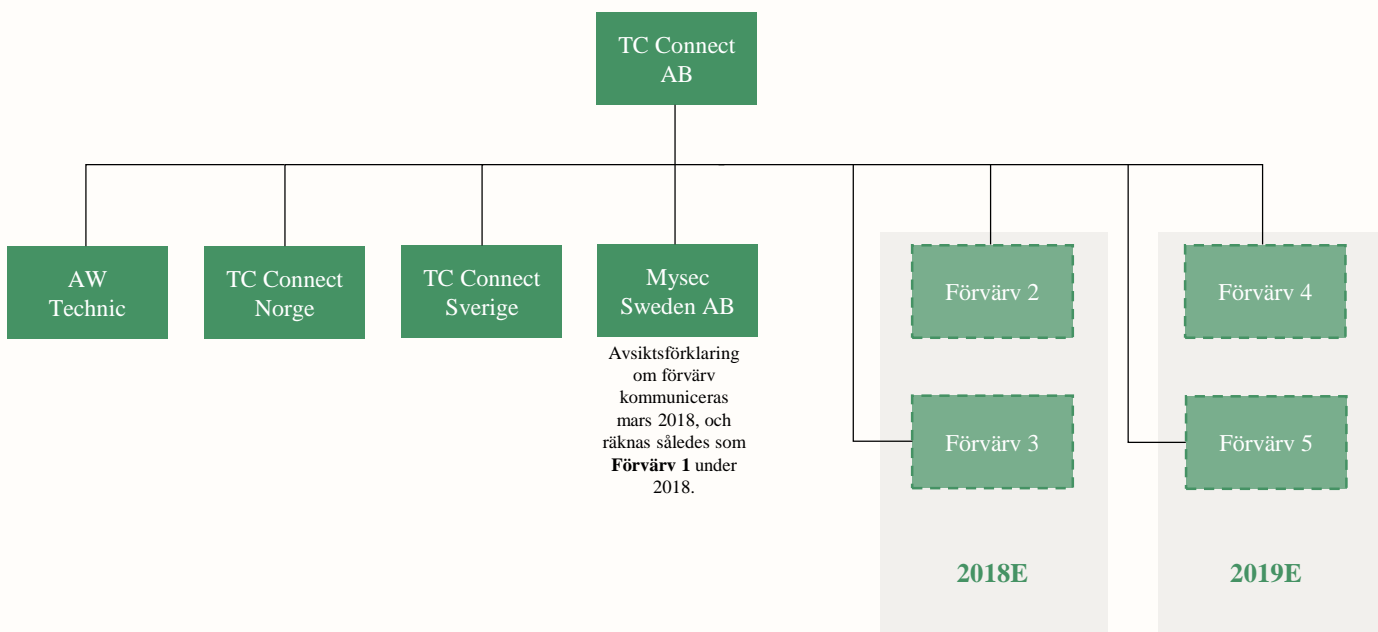
Finansiering av förvärv	Input
Betalning i likvida medel (MSEK)	87,0
Betalning i aktier (MSEK)	21,8
Antal nya aktier att emittera	790 909
Anta utestående aktier 2019-12-31 ¹	4 950 909

¹Antal nyemitterade aktier till följd av betalning för förvärv, baseras på senast betald aktiekurs 2018-03-20.

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



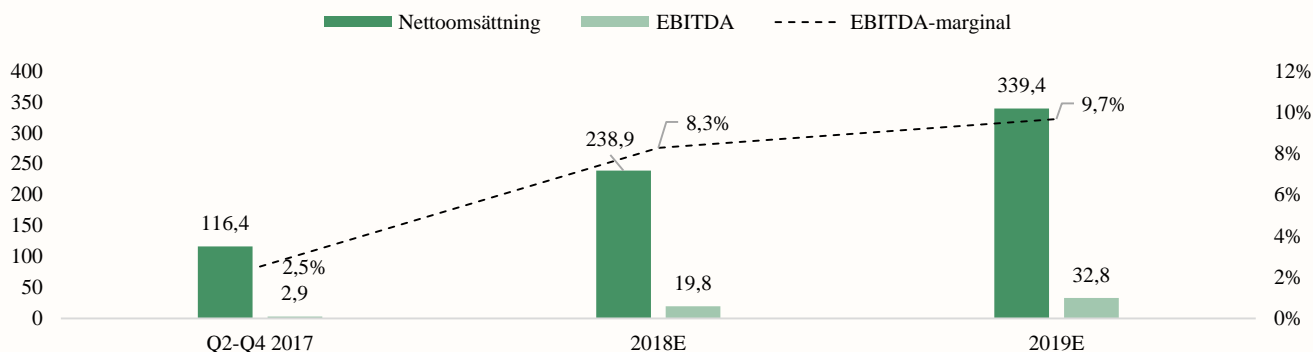
FINANSIELL PROGNOSES

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.

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
Antal dotterbolag i Koncernen	3	6	8
Nettoomsättning	116,4	238,9	339,4
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,0	0,0
Totala intäkter	116,6	238,9	339,4
Kostnad sålda varor	-62,0	-132,0	-178,5
Bruttoresultat	54,6	107,0	160,8
Bruttomarginal	46,9%	44,8%	47,4%
Rörelsekostnader	-51,7	-87,2	-128,0
EBITDA	2,9	19,8	32,8
EBITDA-marginal	2,5%	8,3%	9,7%
Av- och nedskrivningar	-3,1	-2,7	-3,8
EBIT	-0,1	17,1	29,0
EBIT-marginal	-0,1%	7,2%	8,6%
Finansnetto	-0,8	-1,4	-3,6
EBT	-1,0	15,7	25,4
Skatt	0,1	-4,1	-7,1
Nettoresultat	-0,9	11,7	18,4
Nettomarginal	-0,8%	4,9%	5,4%

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

Nyckeltal, Base-scenario ¹	Q2-Q4 2017	2018E	2019E
P/S	0,8	0,5	0,4
EV/S	0,9	0,6	0,7
EV/EBITDA	35,4	7,7	7,8
EV/EBIT	-723,7	8,9	8,8
P/E	-107,0	9,8	7,4
VPA	-0,3	2,8	3,7

¹Baserat på de antal aktier som antas vara utestående för respektive period.

VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Lagercrantz*, *Indutrade* och *Addtech*. Även om det råder vissa skillnader, finns likheter mellan företagen och 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
1,6	1,9
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
17,0	11,2%

Lagercrantz Group är en teknikkoncern som erbjuder tekniklösningar med egna produkter samt med produkter från leverantörer. Inom koncernen finns ett 40-tal bolag, där varje bolag är orienterat mot en specifik delmarknad. Gemensamt för bolagen är att de levererar till andra företag (B2B), att de arbetar med höga förädlingsvärden med hög kundanpassning, service, support och tjänster. Verksamheten är decentraliserad, där varje dotterbolag följer särskilda mål. Lagercrantz är noterade på Nasdaq Mid Cap, värderas till 5,3 mdSEK (2018-03-20) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 3,3 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 11,2 %.

Indutrade

P/S	EV/S
1,7	2,0
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
21,6	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 25,9 mdSEK (2018-03-20) och 12 månader rullande försäljning uppgår till 14,8 mdSEK, med en EBITDA-marginal om 9,3 %.

ADDTECH

P/S	EV/S
1,5	1,7
EV/EBITDA	EBITDA-marginal
19,9	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 12,1 mdSEK (2018-03-20). 12 månader rullande försäljning uppgår till 7,8 mdSEK, med EBITDA-marginal 8,7 %.

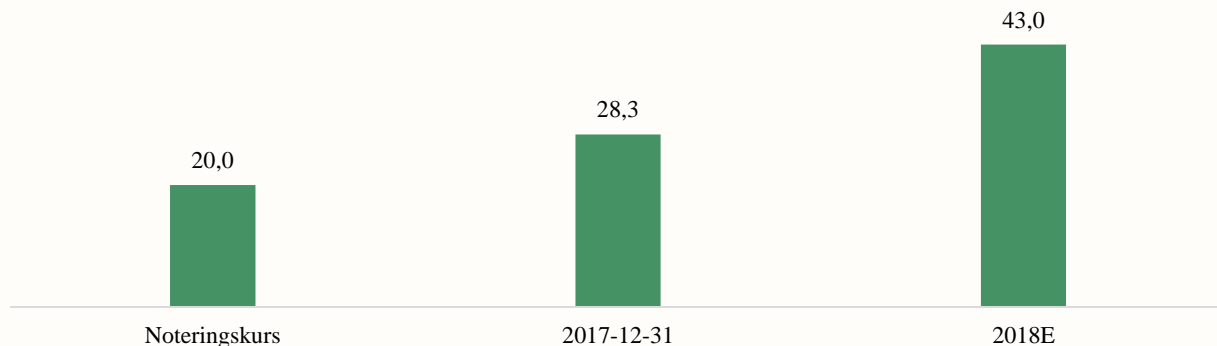
Medelvärdet av ovan nämnda företags EV/EBITDA-multiplar är 19,5. Samtliga företag är större än TC Connect och noterade på Nasdaq Mid- och Large Cap. Det motiverar att TC Connect ska handlas till en värderingsrabatt. Givet en konservativ värderingsrabatt tillämpas EV/EBITDA 11 på 2018 års prognostiserade EBITDA-resultat som målmultipel. Med en EBITDA-resultat om 19,8 MSEK ger det en värdering (Enterprise Value) om ca 217 MSEK. 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 8 som målmultipel på 2018 års prognos, i kombination med antagen kapitalstruktur vid årsskiftet, ger det en värdering om 178 MSEK.

Potentiell aktievärdering på 2018 års prognos



Analyst Groups prognos

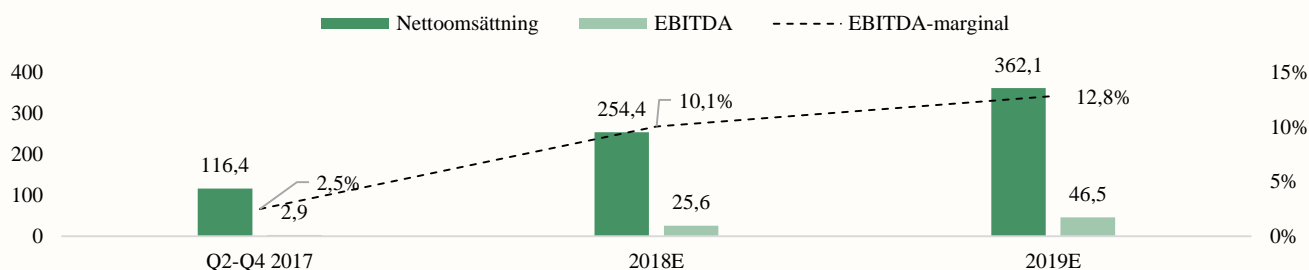
BULL & BEAR

Bull-scenario

I ett Bull-scenario förväntas TC Connects nuvarande dotterbolag utvecklas i en bättre 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, dvs. 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)

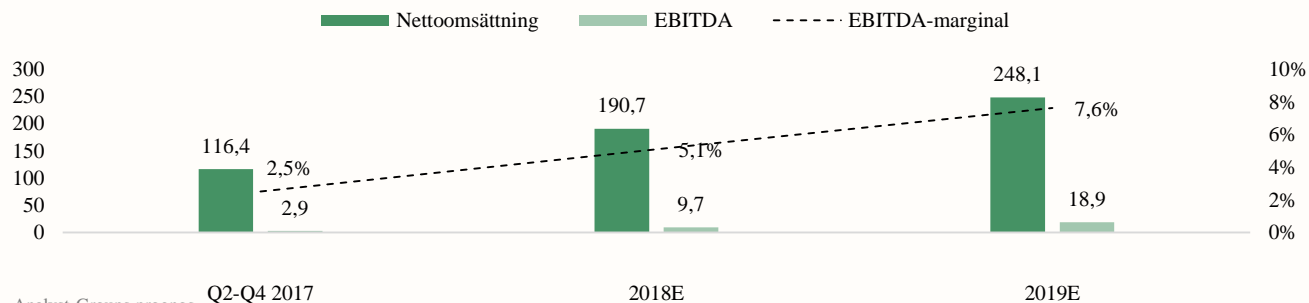
Med en högre målmultipel om EV/EBITDA 11,5 på 2018 års prognos, vilket motiveras av en högre tillväxt och större Koncern-struktur, erhålls en värdering om 58 kr per aktie. Likt tidigare har hänsyn tagits till antagen kapitalstruktur gällande skuldsättning, tillgänglig kassa och utestående aktier.

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



Kan du berätta mer om TC Connect, vilka ni är och vilka marknader ni adresserar?

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.

Vilket/vilka dotterbolag har bidragit mest och vilka faktorer är det som varit drivande till försäljningsökningen om 46 % under Q4-17?

Vårt svenska TC Connect fick en del stora affärer med statliga verk, och AW Technic har växt kraftigt och dubblat sin volym med bra lönsamhet. I Norge hade vi en märkbar svacka under förra året, vilket vi har adresserat, tagit ned kostnader och är nu på banan igen.

Kan du kommentera hur du ser på ert rörelsekapital i den löpande verksamheten?

Rörelsekapitalet är under kontroll. Vid tillfället för bokslutet var 5 MSEK en eventuell skuld till AW Technic i form av tilläggsköpeskilling. Den har vi nu betalat så att korta skulder minskat med 5 MSEK, och ersatts av ett banklån på 5 MSEK vilket är bokfört som en långfristig skuld. Det är det enda banklånet vi har idag.

Vilka strategier har ni för att utveckla koncernen som helhet?

Vi arbetar utifrån tre strategiska utvecklingsvägar; organisk tillväxt, höja lönsamheten och tillväxt genom förvärv. Vi har långsiktiga tillväxtmål är 10% och lönsamhetsmålet är 10 %, vi når 2017 inte riktigt upp till målen men vi är på väg åt det hållet. Vi tittar på förvärv kontinuerligt, vi är i en process att förvärva Mysec och nu ska vi göra allt för att få det bolaget att komma in bra i koncernen och fortsätta leverera.

Ni förvärvade nyligen Mysec Sweden AB. Kan du berätta lite mer om det förvärvet, och på en skala 1-10, hur nöjd är du med förvärvet?

Jag är väldigt nöjd, men vi har ju inte börjat jobba med dem än. En viktig del är att de bolag vi förvärvat består av starka och duktiga entreprenörer, som Toste, Kurt och PO i Mysec och att dom fortsätter att utveckla bolaget. Vi söker uteslutande lönsamma bolag i stark tillväxt, hög teknisk nivå och med potential till utveckling. Mysec uppfyller de flesta krav och är säkert en 8, har möjligheten att bli en 10 om man överträffar förväntningarna!

Du nämner att ni behöver ytterligare finansiering för att klara av att genomföra de förvärv ni vill göra. Hur går det med arbetet att hitta kapital?

Det går bra, vi har ju väldigt låg skuldsättning och stark balansräkning vilket möjliggör för oss att lyfta upp mer skuldfinansiering. Vi har bara 5 MSEK i banklån just nu samtidigt som vi har positivt kassaflöde, vilket gör att vi har förutsättningar för att låna från banker och kreditinstitut. Dessutom så använder vi även egna aktier som betalning av förvärv, t.ex. som vid förvärvet av Mysec som binder management närmare oss i koncernen. Med de kontakter vi har känner jag tillförsikt och att det ser bra ut gällande finansiering av förvärv framgent.

Fjärde kvartalet visade stark tillväxt, och korrigerat för engångskostnader var koncernen lönsam. Hur bedömer du era utsikter för 2018?

Jag ger inga prognoser, men jag är själv stor aktieägare och har nyligen köpt ännu mer aktier. Jag tror på koncernen och är övertygad om att vi kommer leverera bra resultat och utveckling. Hur bra det blir får historien visa.

Den 15 mars, 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.*



Kjell-Åke Jägenstedt, CFO TC Connect AB

Kjell-Åke Jägenstedt har en lång och dokumenterad erfarenhet inom företagsledning och som CFO i börsnoterade internationellt ägda bolag. Han har bl. a. arbetat för Prenax Global, Transmode, Poolia, Fujitsu, Microsoft och Rank Xerox. *Kjell-Åke 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 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.



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 dotterbolaget 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



Malin Jonsson, Styrelseordförande 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.*



Niklas Flyborg, Styrelseledamot TC Connect AB

Niklas har över 25 års erfarenhet av ledning och utveckling av svenska och internationella företag. Han har varit VD i ett flertal IT- och mediaföretag, både privata och noterade, och är sedan 2012 VD för Cybercom Group AB. Tidigare har han varit partner på P2i (2009-2012), VD på Observer/Cision (2005-2008), VD på Mandator (1995-2000 och 2003-2005) samt VD på Cell Network (2000-2003). Niklas har god erfarenhet även från styrelseuppdrag, där han varit ledamot i både start-up-bolag och noterade bolag. Niklas är utbildad Civilekonom vid Handelshögskolan i Stockholm. *Niklas äger 10 000 aktier (0,3 %) i TC Connect AB.*

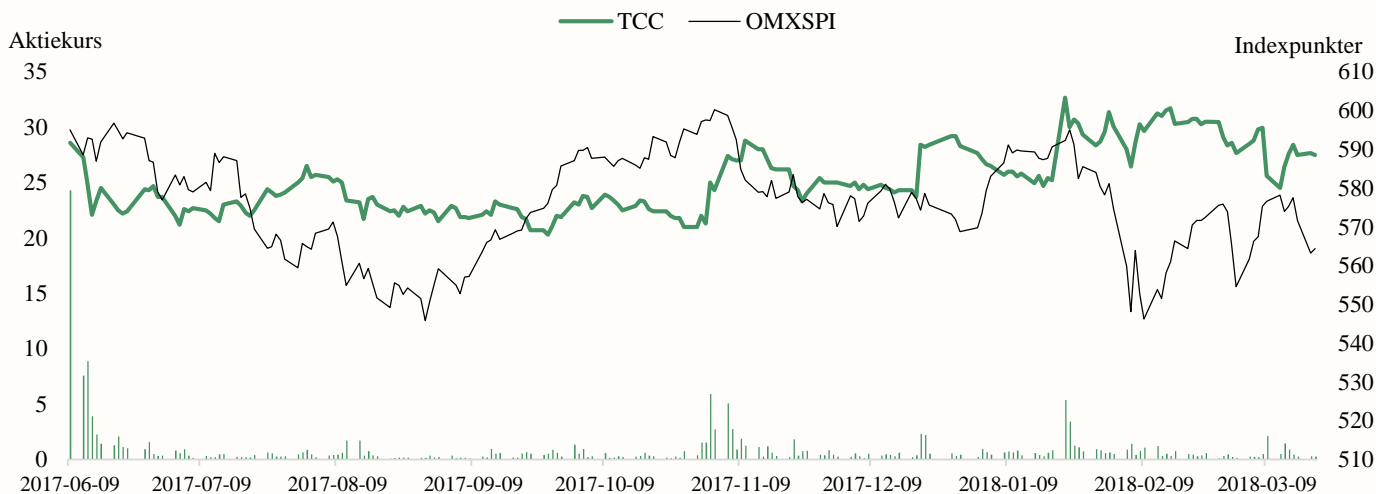


Petter Lundgren, Styrelseledamot TC Connect AB

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.*

APPENDIX

TC Connect, aktiekursens utveckling



TC Connect AB - Koncernen (tSEK)	2017-04-01 till 2017-12-31
----------------------------------	----------------------------

Nettoomsättning	116 373
-----------------	---------

Övriga rörelseintäkter	220
------------------------	-----

Totala intäkter	116 593
------------------------	----------------

Råvaror och förnödenheter (COGS)	-62 004
----------------------------------	---------

Bruttoresultat	54 589
-----------------------	---------------

<i>Bruttomarginal</i>	46,7%
-----------------------	-------

Personalkostnader	-32 934
-------------------	---------

Övriga externa kostnader	-18 730
--------------------------	---------

Övriga rörelsekostnader	0
-------------------------	---

EBITDA	2 925,0
---------------	----------------

<i>EBITDA-marginal</i>	2,5%
------------------------	------

Av- och nedskrivningar	-3 068
------------------------	--------

EBIT	-143
-------------	-------------

<i>EBIT-marginal</i>	-0,1%
----------------------	-------

Ränteintäkter	780
---------------	-----

Räntekostnader	-1 627
----------------	--------

EBT	-990
------------	-------------

Skatt	116
-------	-----

Nettoresultat	-874
----------------------	-------------

<i>Nettomarginal</i>	-0,8%
----------------------	-------

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 **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