

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



TRANSFER GROUP

Grunden lagd – starkare kvartal står tillmötes

2022-09-07

Analytiker: Christoffer Jennel

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

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

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

Transfer Group AB (publ) ("Transfer" eller "Bolaget") är koncern inom säkerhetsbranschen med målsättningen att äga och driva dotterbolag som skapar synergieffekter och kompletterar varandra. Transfer erbjuder genom sina dotterbolag helhetslösningar inom säkerhet för dagens och morgondagens utmaningar, allt från fysiska säkerhetslösningar i form bl.a. uniformerad bevakning och skalskydd, till digitala lösningar via affärsområdet sectech genom exempelvis alarm- och övervaknings-system, och mjukvara. Utöver en fortsatt organisk tillväxt skall Transfer verka för ytterligare tillväxt genom förvärv, i såväl Sverige som Norden, men även övriga delar av Europa på sikt. Bolagets aktie är noterad på NGM Nordic SME sedan 2021.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q2-22	5-6
Potentiellt scenario: Transfer utan CSG	7-8
Investeringsidé	9
Bolagsbeskrivning	10-11
Marknadsanalys	12-13
Finansiell prognos	14-18
Värdering	19-20
Bull & Bear	21
Intervju med VD Pernilla Jennesäter	22
Ledning & Styrelse	23-24
Appendix	25-26
Disclaimer	

VÄRDEDREVARE

7 av 10

Genom flertalet förvärv, i kombination med fusionen med Sensec, har Transfer skapat en attraktiv *One-Stop-Shop* av säkerhetstjänster vilket ökar koncernens konkurrenskraft på marknaden. Den nya koncernen medför interna synergier mellan dotterbolagen, såsom korsförsäljning, *know how*, skalfördelar samt tillgång till nya marknader, vilket lägger grund för en geografisk expansion samt en mer uthållig, tillika lönsam, tillväxt. Transfer har därtill ett tech-ben i form av Amigo Tools, Alerty och BRAINS, vilka är skalbara med hög lönsamhet, och inte geografisk begränsade, vilket öppnar upp för ytterligare marknader för Transferkoncernen.

HISTORISK LÖNSAMHET

5 av 10

Transfer uppvisade ett negativt nettoresultat om -13,6 MSEK under år 2021 vilket förklaras av att Bolaget valde att ta stora kostnader under året för att lägga en solidare grund för koncernen framgent. På fristående basis uppvisade samtliga dotterbolag utom Amigo lönsamhet under 2021, vilka påverkades negativt av en ändring i intäktsredovisningen, men har uppvisat god lönsamhet historiskt. Vidare har Sensec och CSG en god lönsamhetstrend i ryggen vilket driver upp betyget. Betyget är enbart tillbakablickande och tar ej hänsyn till framtida lönsamhetspotential.

LEDNING & STYRELSE

7 av 10

Ledningen och styrelse i Transfer besitter kompletterande egenskaper, från entreprenöriella erfarenheter, erfarenheter inom försvarsmakten, ledarskap och försäljning. Styrelseordförande tillika grundare Mats Holmberg äger ca 32,2 % av de utestående aktierna och har därmed ett betydande *skin in the game*. Mats har över 30 års erfarenhet av företagsgrundande och entreprenörskap, samt arbetar aktivt i såväl noterade som onoterade bolag.

RISKPROFIL

4 av 10

Vid utgången av juni 2022 uppgick kassan till ca 6,1 MSEK, samtidigt som de räntebärande skulderna motsvarade ca 92 MSEK. Givet att samtliga dotterbolag inom koncernen har bevisat att de kan leverera lönsamhet, där bl.a. Sensec varit lönsamma under alla år som noterat bolag, finns förmågan att bära skuld och organiskt generera kassaflöde för att successivt amortera ned skulder. Det skapar således en positiv hävstångseffekt. Risker vid omförhandlingar av upphandlade avtal, en konkurrensutsatt marknad och kort historik i nuvarande form höjer dock riskprofilen något.

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

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

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

Transfer är en säkerhetskoncern vilka tillhandahåller en plattform för bolag att skala upp, dela på kompetens och kapitalisera på synergier. Genom hittills gjorda förvärv står Transfer i startgroparna att dels växla upp tillväxttakten, genom att erbjuda helhetslösningar och inta nya marknader geografiskt, dels stärka lönsamheten genom förvärvens medförda kostnadssynergier och uppskalningsmöjligheter. Givet detta, i kombination med medvind från en starkt växande säkerhetsmarknad, förväntas Transfer omsätta 416,7 MSEK år 2023, med ett justerat EBITDA-resultat om 22,4 MSEK. Givet tillämpad forward EV/EBITDA-multipel om 7x på 2023n års estimat ser Analyst Group ett potentiellt värde per aktie om 0,44 kr (0,78) på 2023 års prognos.

Nettoomsättningen slog våra förväntningar

Under Q2-22 levererade Transfer en nettoomsättning om 85,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om 67 % mot jämförbart kvartal föregående år, där fusionen med Sensec under Q1-22 bidrog till merparten av tillväxtökningen Y-Y, men var likväl högre än vad vi estimerat. EBITDA-resultatet uppgick till -5,1 MSEK under kvartalet, vilket var klart under vår prognosbild, där den orsaken till minskningen bakom kan förklaras av att CSG har, i ljuset av stark nyförsäljning under H1-22, behövt skala upp och utbilda personalstyrkan, vilket har, tillsammans med uppstartskostnader för nya projekt, medfört högre personalkostnader än estimerat. Även om detta hämmar lönsamheten för CSG kortsiktigt, lägger det en solidare grund för ökad volym och lönsamhet framgent. Vidare har de övriga dotterbolagen levererat en lägre lönsamhet under H1-22 än vad Analyst Group räknat med, i synnerhet Amigo, vilket, tillsammans med ovannämnda, har resulterat i att vi har reviderat våra EBITDA-prognoser för åren 2022-2023.

Sonderar marknaden för en eventuell Exit i CSG

Den 19 augusti 2022 meddelade Transfer att Bolaget sonderar marknaden för en eventuell avyttring av CSG, i syfte att öka fokuset på teknikverksamheten inom koncernen, samtidigt som ett ökat rörelsekapital skulle öppna upp möjligheterna för nya kompletterande förvärv till Bolagets redan befintliga mjukvaruportfölj. Givet CSG:s starka tillväxt sedan förvärvet i januari 2021, samt påskrivna avtal till ett värde om 850 MSEK, talar det för att Transfer kan erhålla en god värdeökning vid en eventuell avyttring av CSG.

Justerat värderingsintervall

Att nettoomsättningen var högre än våra förväntningar är en positiv datapunkt från rapporten som vi tar med oss, däremot har personalkostnaderna i CSG utvecklats i en snabbare takt än estimerat, som ett resultat av stark nyförsäljning, samtidigt som lönsamheten i dotterbolagen Altum och Amigo varit svagare än förväntat under H1-22. Givet detta har vi reviderat våra kostnadsprognoser och därtill sänkt våra lönsamhetsförväntningar något för Altum och Amigo, vilket i kombination med en ökad nettoskuld, multipelkontraktion bland peer-gruppen och ett fortsatt oroligt marknads-sentiment, har medfört ett reviderat värderingsintervall.

AKTIEKURS | 0,29 kr

VÄRDERINGSINTERVALL: 2023 ÅRS PROGNOSE

BEAR 0,25 kr	BASE 0,44 kr	BULL 0,73 kr
------------------------	------------------------	------------------------

TRANSFER GROUP						
Senast betalt (2022-09-06)	0,29					
Antal Aktier (st.)	225 218 568					
Market Cap (MSEK)	65,8					
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	86,3					
Enterprise Value (MSEK)	152,1					
V.52 prisintervall (SEK)	1,49-0,27					
Lista	NGM Nordic SME					
UTVECKLING						
1 månad	-16,0 %					
3 månader	-33,5 %					
1 år	-75,2 %					
YTD	-54,3 %					
HUVUDÄGARE: HOLDINGS, VERIFIERAT 2022-06-28						
Des Mond AB (Mats Holmberg)	31,7 %					
Aggregate Media	5,3 %					
Michael Petterson	5,2 %					
Hampus Holmberg	3,6 %					
Anora Holding AB	3,1 %					
VD OCH ORDFÖRANDE						
Verkställande Direktör	Pernilla Jennesäter					
Styrelseordförande	Mats Holmberg					
FINANSIELL KALENDER						
Delårsrapport 3	2022-11-18					
PROGNOS (BASE), MSEK	2019	2020	2021 ¹	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	14,2	15,3	305,3	362,4	416,7	466,7
Omsättningstillväxt	n.a.	7,9%	2055,0%	18,7%	15,0%	12,0%
Bruttoresultat	11,7	11,1	241,1	286,5	323,5	356,6
Bruttomarginal	81,6%	69,2%	78,3%	77,0%	76,1%	75,0%
Justerad EBITDA²	-4,9	-9,0	8,7	-3,6	22,4	34,1
Justerad EBITDA-marginal ²	-34,5%	-58,6%	2,8%	-1,0%	5,4%	7,3%
P/S	4,6	4,3	0,2	0,2	0,2	0,1
EV/S	10,7	9,9	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/EBITDA	-31,1	-17,0	17,6	-41,9	6,8	4,5

¹ Proforma, visar vad Transferkoncernen hade omsatt under 2021 om Sensec var konsoliderat i koncernen. Vidare har Transfer förvärvat bl.a. CSG under 2021, vilka bidrar avsevärt till den markanta omsättningsökningen Y-Y.

² Justerad EBITDA, exkl estimerade engångskostnader och aktiverat arbete..

KOMMENTAR Q2-22

**85,8 MSEK
NETTO-
OMSÄTTNING
Q2-22**

**CSG HAR
VIND I
SEGLET...**

**...SAMTIDIGT
SOM
TRANSFER
ÖVERVÄGER
AVYTTRING**

Nettoomsättningen kom in något högre än våra förväntningar

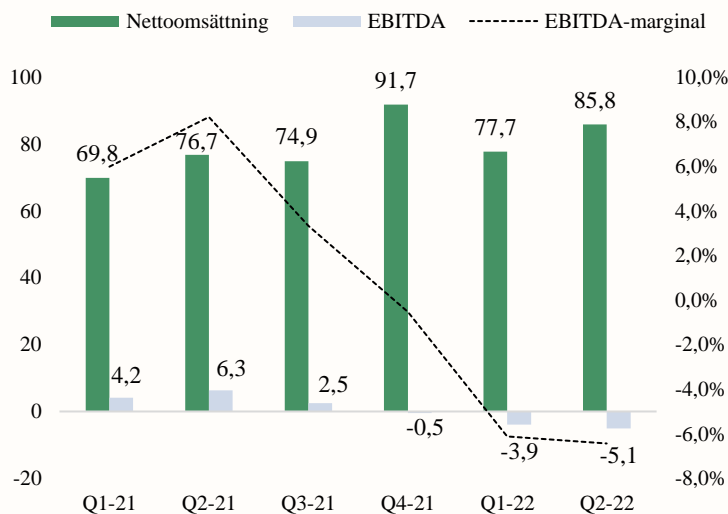
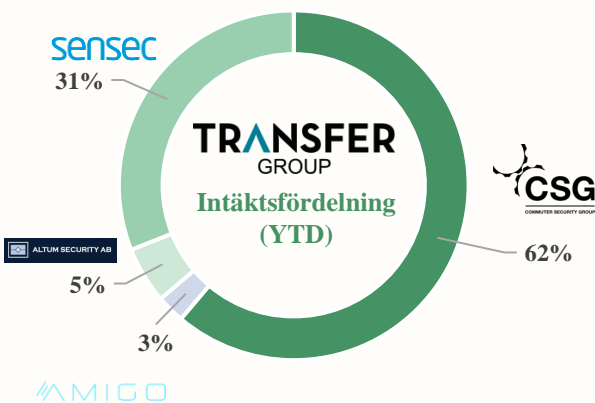
För andra kvartalet 2022 uppvisade Transfer en nettoomsättning om 85,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om 67 % mot jämförbart kvartal föregående år och 10,5 % mot Q1-22. Analyst Group estimerar att den organiska tillväxten under Q2-22 uppgick till ca 12 %, givet proformasiffrorna för Transfer och Sensec under Q2-21. Utfallet var något högre än vad vi estimerat, då vi hade förväntat oss en nettoomsättning om ca 83–84 MSEK. Det vi kan konstatera, givet våra estimat, är att medan CSG har presterat en högre omsättning än väntat hittills under år 2022, har de övriga dotterbolagen levererat en lägre omsättning, i synnerhet Amigo, än estimerat. Däremot är koncernens uppvisade nettoomsättning under Q2-22 som nämnt något över våra estimat, varför vi inte ser behovet att revidera omsättningsprognoserna för år 2022, utan snarare att göra justeringar i intäktsfördelning mellan dotterbolagen.

CSG har under andra kvartalet fortsatt på inslagen väg med ett fortsatt starkt momentum i tecknade avtal och vunna upphandlingar, där den vunna upphandlingen med Karolinska Universitetssjukhuset och avtalet med ett ledande svenskt bolag inom kartong- och papperstillverkning utmärker sig. Den vunna upphandlingen med Karolinska är värderad till ca 75 MSEK fördelat på över fem år, med möjlighet till förlängning, och förutom det relativt höga ordervärdet medför upphandlingen en stark referenskund då Karolinska Universitetssjukhuset rankas som ett av världens mest framstående sjukhus med ett högt internationellt anseende. Analyst Group bedömer att detta är ett kvitto på CSG:s konkurrenskraftiga erbjudande, samtidigt som det kan stärka CSG:s framtida orderingång, vilket därmed ger upphov till merförsäljningsmöjligheter för Transferkoncernen. Givet det starka momentum som CSG har uppvisat hittills under år 2022, samt den verksamhetsuppdatering som Transfer delgav i slutet av mars 2022, kom nyheten om att Transfer ser över möjligheten till en eventuell avyttring av CSG som något överraskande för oss. Däremot förstår vi rationaliteten bakom detta, i vilken Transfer ämnar accelerera koncernens inriktning, tillika fokus, mot mer teknik, samtidigt som kapitaltillskottet från en eventuell försäljning skulle stärka rörelsekapitalet och därtill öppna upp möjligheterna till att göra nya förvärv för att komplettera redan befintlig mjukvaruportfölj. Skulle en avyttring av CSG ske, kommer vi att behöva göra större revideringar i de finansiella prognoser, givet CSG:s betydande finansiella påverkan på koncernens räkenskaper.

Dotterbolaget CSG har uppvisat starkt momentum under H1-22 och står för en klar majoritet av koncernens omsättning. På grund av längre ledtider till följd av pandemin och rådande omvärldsläge har kvartalsfördelning påverkats, vari H2-22 estimeras bli starkare än H1-22.

Intäktsfördelning YTD, nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal Q1-21-Q2-22

MSEK ■ CSG ■ Amigo ■ Altum ■ Sensec



Källa: Transfer Group

KOMMENTAR Q2-22, FORTS.

Försvagat EBITDA-resultat – högre personalkostnader än estimerat belastar

Under Q2-22 uppgick EBITDA-resultatet till -5,1 MSEK, vilket dels är en försämring om ca 11,4 MSEK jämfört med proformasiffrorna för Q2-21, dels en försämring mot Q1-22 då EBITDA-resultatet uppgick till -3,9 MSEK. Utfallet är väsentligt lägre än vad vi estimerat för kvartalet, där vi hade tagit höjd för att en högre omsättning i kombination med en lägre procentuell andel personalkostnader av nettoomsättningen, skulle mynna ut i ett svagt positivt EBITDA-resultat. Även om vi hade rätt på bådaderna av dessa aspekter, där personalkostnadernas andel av nettoomsättningen gick från -73,4 % i Q1-22 till -73 % i Q2-22, var minskningen lägre än estimerat. Givet att det första kvartalet tampades med högre personalkostnader i ljuset av hög sjukfrånvaro, vilket medförde ökade kostnader i termer av övertidsersättning, förväntade vi oss att personalkostnaderna, som andel av nettoomsättningen, skulle normaliseras och uppgå till ca 61–65 % av nettoomsättningen, vilket är en nivå som uppvisats på kvartalsbasis under år 2021. Den huvudsakliga anledningen till att så inte blev fallet under Q2-22 var för att CSG har behövt, med bakgrund till den starka nyförsäljningen under år 2022, rekrytera ny personal i en snabbare takt, vilka i sin tur skall utbildas, vilket tillsammans med uppstartskostnader för nya projekt har medfört högre personalkostnader. Vidare noterar Analyst Group att Amigo och Altum har presterat en lägre lönsamhet än estimerat, vilket, tillsammans med ovannämnda, är förklarande faktorer till diskrepansen i Transfers uppvisade EBITDA kontra våra estimat. Vi kommer till följd av detta att se över våra kostnads- och lönsamhetsprognoser i den kommande analysuppdateringen. Det är dock tydligt att CSG satsar offensivt, på bekostnad av kortsiktig lönsamhet, för kunna upprätthålla det starka momentum som hittills under år 2022 uppvisats, vilket således ger ökad volym och lönsamhet framgent.

**ÖKADE
PERSONAL-
KOSTNADER
HÄMMADE
EBITDA**

Sammanfattande tankar om Q2-rapporten

Att omsättningen kom in något högre än estimerat är en positiv datapunkt som vi tar med oss från Q2-rapporten, där det är tydligt att CSG har vind i seglet, och bara under det andra kvartalet tecknade CSG tre prestigefyllda avtal till ett värde om 130 MSEK. Det är även tydligt att CSG lägger en solidare grund för en starkare och uthålligare tillväxt, även om det under kvartalet belastar EBITDA-resultatet i termer av ökade personalkostnader. Detta, tillsammans med en sämre lönsamhetsutveckling hos Amigo och Altum än estimerat, gör att Analyst Group bedömer att Transfer kan få svårt att infria innevarande års estimat avseende EBITDA-resultatet, varför vi kommer att se över våra prognoser på denna punkt. Som vi skrev inledningsvis i kommentaren ser vi rationaliteten i en eventuell avyttring av CSG, även om det för oss kom oväntat, då det möjliggör för Transfer att intensifiera satsningarna på koncernens mjukvarulösningar och samtidigt stärka upp rörelsekapitalet. En eventuell försäljning skulle därtill medföra en helt annan nivå av skalbarhet och underliggande lönsamhet på sikt, i takt med att Transfer blir mer tech-inriktade.

TRANSFER GROUP

Q2-22 i korthet



85,8 MSEK
Nettoomsättning
(67 % Y-Y)



-5,1 MSEK
EBITDA-resultat
(-11,4 MSEK Y-Y)



-9,5 MSEK
Periodens kassaflöde



408 anställda
Vid utgången av Q2-22



+239 MSEK
Balansomslutning (Q2-22)



6,1 MSEK
Kassa vid utgången av Q2-22

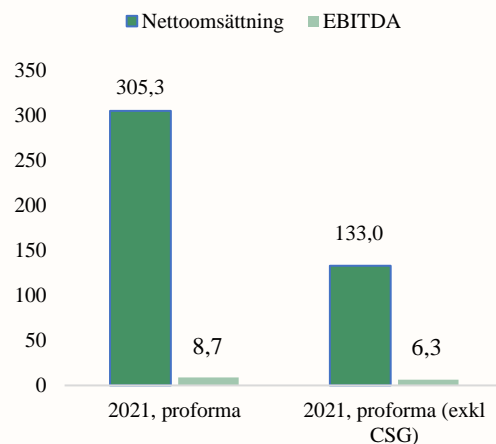
POTENTIELLT SCENARIO: TRANSFER UTAN CSG

Den 19 augusti 2022 kommunicerade Transfer att Bolaget har beslutat att sondera marknaden för en eventuell avyttring av det helägda dotterbolaget Commuter Security Group AB ("CSG"). I samband med fusionen med Sensec Holding under Q1-22 lade Transfer fram en verksamhetsuppdatering den 21 mars 2022, där marginalförstärkning via en stor satsning på sectech var ett av de primära fokusområdena. Analyst Group ämnar med detta avsnitt i analysen att ge klarhet i hur Transferkoncernen kan komma att se ut, samt vägen framåt, i ett scenario där CSG avyttras från koncernen.



Omsättning & EBITDA

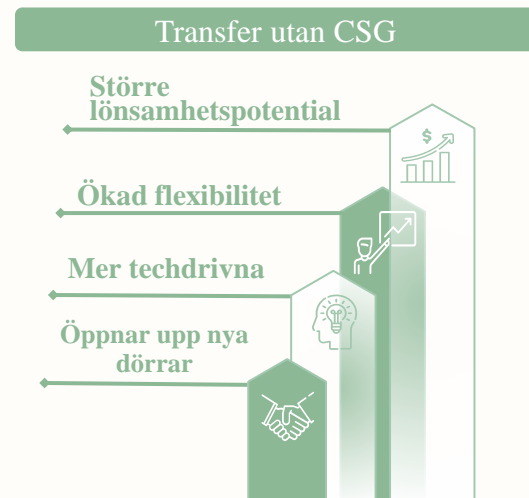
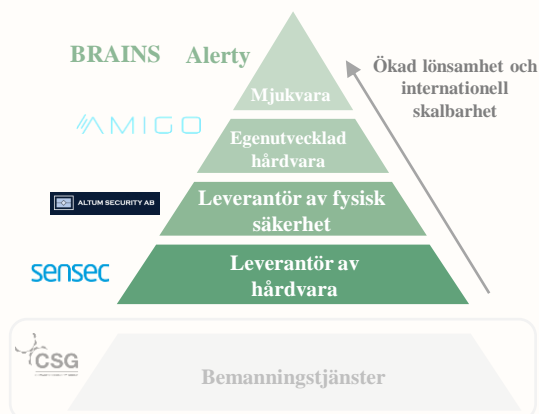
Under år 2021 utgjorde CSG ca 56 % av Transfer Groups nettoomsättning (proforma) och ca 28 % av EBITDA-resultatet, varför en potentiell avyttring får en ansenlig påverkan på koncernens finansiella räkenskaper. CSG:s del i koncernen har varit att utgöra en bas, tillföra försäljningsvolym samt medföra intäkts synergier till övriga bolag inom koncernen, vilket det även har gjort. Transfer ambition, givet tidigare kommunikation, är dock att klättra högre upp i "pyramiden" genom en stor satsning på sectech för att stärka marginalerna inom koncernen.



Operationellt

CSG består av en omfattande organisation vilken kräver större resurser avseende administration, men även kostsamma försäkringar. Vidare är CSG:s verksamhet som sådan av låg skalbarhet då nya större projekt och avtal medför ökat behov av humankapital samt är förknippat med uppstartskostnader, vilket även har blivit tydligt under H1-22 då Transfers rörelse-resultat har belastats av engångskostnader till följd av det starka momentum som CSG uppvisat vad gäller nykundsförsäljning under år 2022. En koncern utan CSG skulle därmed innebära större kostnadsbesparingar för Transfer, samtidigt som skalbarheten, likväl flexibiliteten, inom verksamheten ökar. Tid samt operationellt fokus från ledningen skulle därtill frigöras, vilket skulle ge Transfer utrymme att öka satsningarna inom de affärsområden som ligger högre upp i pyramiden och således möjliggöra en ökad lönsamhet samt starkare kassaflöden.

Transfer övriga dotterbolag, primärt Amigo, skulle, vid en potentiell avyttring av CSG, få det lättare att samarbeta med säkerhetsbolag vilka idag konkurrerar med CSG, vilket således öppnar upp för ytterligare affärsmöjligheter för de övriga dotterbolagen. Dessa samarbeten finns redan idag, men har potentialen att intensifieras ytterligare.



POTENTIELLT SCENARIO: TRANSFER UTAN CSG, FORTS.



Framtiden

Genom en potentiell avyttring av CSG skulle Transfer kunna frigöra kapital, vilket skulle å ena sidan stärka upp balansräkningen, å andra sidan öppna upp för framtida investeringar-/förvärv inom mjukvara för att komplettera Bolagets redan befintliga mjukvaruportfölj, i enlighet med Transfers långsiktiga strategi. Transfer förvärvade CSG i januari år 2021 för en köpeskilling om 17,5 MSEK och sedan förvärvstillfället har CSG vunnit avtal till ett värde om 850 MSEK, vilket talar för att Transfer kan erhålla en god värdeökning vid en eventuell avyttring av CSG. Samtidigt har marknadssentimentet utvecklats negativt sedan inledningen av år 2021, vilket bör tas i beaktning.

Genom ett stärkt rörelsekapital och en mer solid balansräkning tillåts Transfer även att intensifiera de interna satsningar på att vidareutveckla befintliga mjukvarulösningar bestående av BRAINS, Amigo Tools och Alerty, vilket skulle accelerera påbörjad internationell expansion, dels möjliggöra ökad lönsamhet inom koncernen.

En potentiell avyttring möjliggör...

**Stärkt
balansräkning**



**Vidareutveckla
mjukvara**

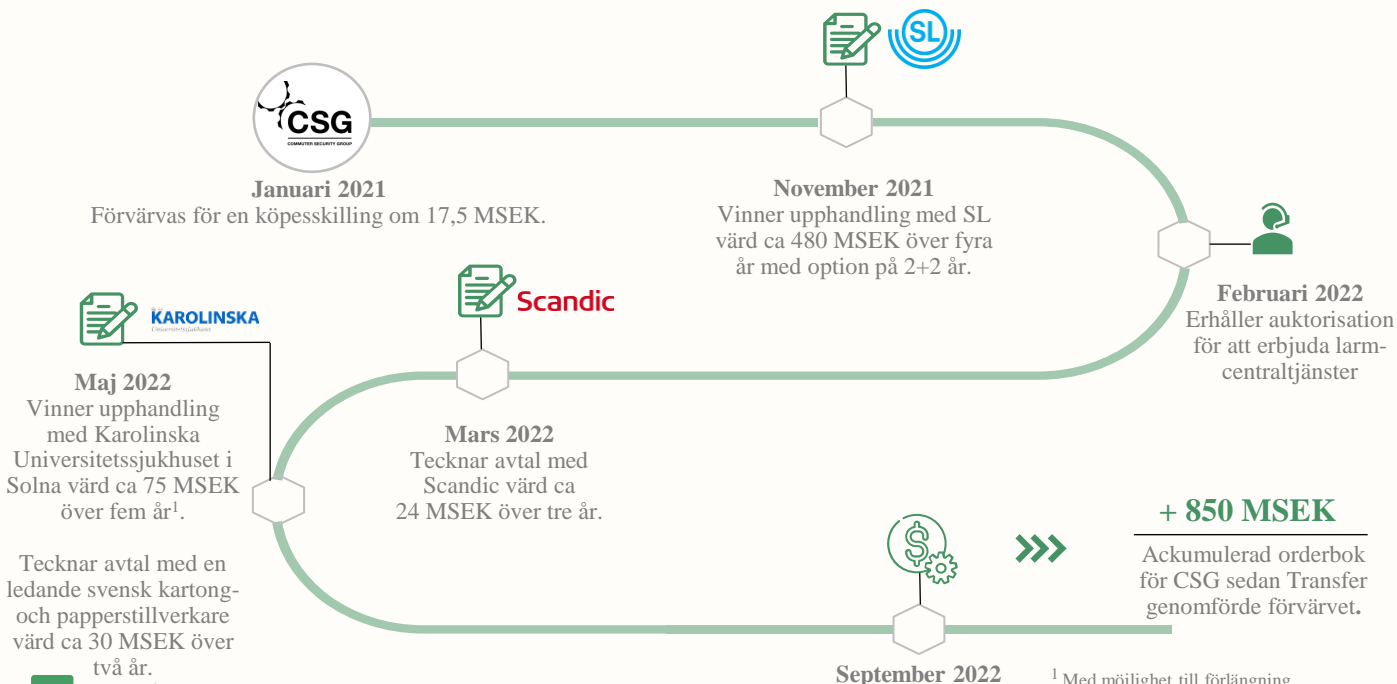


Förvärv



CSG: Större händelser under åren 2021-2022

TRANSFER
GROUP



INVESTERINGSIDÉ

Efterfrågan på säkerhet ökar

Under det senaste decenniet har brottsutvecklingen i Sverige ökat väsentligt, i vad som kan förklaras av en underliggande strukturell samhällsförändring där brottsligheten blivit desto mer framträdande och varaktig än tidigare. I Europeiska mått mätt har Sverige historiskt sett varit något av ett föredömligt land avseende säkerhet och under åren 2010-2011 placerade sig Sverige på plats nio i världen över länder med lägst kostnader för företag att hantera organiserad brottslighet. Under år 2019 var motsvarande siffra betydligt sämre och Sverige hamnade på plats 41, den lägsta placeringen sedan 2000-talet. Andelen av den svenska populationen som under år 2020 rapporterade om brott, våld eller vandalism uppgick till 13,8 %, en siffra som speglar en successivt försämrad utveckling under det senaste decenniet, och är dessutom högre än dels EU-snittet, dels väsentligt högre än våra grannländer, vilka har uppvisat en generell positiv utveckling sedan 2010. Efterfrågan på säkerhetsföretagens tjänster och produkter har följaktligen ökat under motsvarande period och det finns inget som tyder på att efterfrågan kommer att avta. Den globala marknaden för säkerhet och trygghet värderades till 435 mdUSD år 2021 och förväntas utvecklas med en CAGR om 10,4 % fram till 2028, drivet bl.a. av rädsla för brott och terrorism, nya digitala säkerhetslösningar och nya regleringar.

**SÄKERHETS-
MARKNADEN
ÄR UNDER
STARK
TILLVÄXT**

**STÖRRE
KONCERN
ÖPPNAR UPP
FÖR SKAL-
FÖRDELAR**

**FLER
FÖRVÄRV I
KORTEN**

**STRATEGISKT
AVTAL
UNDERLÄTTAR
GEOGRAFISK
EXPANSION**

**22,2 MSEK
EBITDA ÅR
2023E**

**OMFÖR-
HANDLINGAR
UTGÖR EN
RISK**

¹ Utgår enbart från organisk tillväxt. Ytterligare förvärv under prognosperiod har ej modellerats för, även om vi anser det som troligt. Mer om detta kan du läsa senare i analysen.

Positionerade till att bli framtidens säkerhetsbolag

Transfer är en säkerhetskoncern vilka har etablerat en plattform där såväl existerande som tillkommande dotterbolag kan dra nytta av alla de fördelar som det innebär att vara en del av en större koncern, allt från korsförsäljning, *in-house* kompetens och bättre leverantörsvillkor, till skalfördelar, kostnadssynergier och möjligheten att paketera lösningar/tjänster. Fusionen med Sensec, vilken genomfördes mars 2022, är logisk och medför inte enbart att Transfer bockar av tidigare nämnda fördelar som en större koncern bidrar till, utan underlättar därtill bearbetningen av nya geografiska marknader då Sensec genomförde bolagets första internationella förvärv Q1-21. Detta, i kombination med ett bredare produktutbud som kan paketeras till helhetslösningar, korsförsäljningsmöjligheter och nya tillkommande kunder som fusionen medför, gör att Transfer ges stora möjligheter till en uthållig och stark organisk tillväxt framgent.

En tydlig förvärvsagenda - fokus på synergier

För att komplettera den organiska tillväxten ämnar Transfer växa lönsamt genom förvärv där en viktig pusselbit är att tillkommande bolag kan skapa starka synergier med existerande. Genom hittills gjorda förvärv, tillika fusion, har Transfer etablerat ett attraktivt helhetserbjudande inom säkerhet, från hård- och mjukvara till tjänster och utbildningar, samt fått in en fot på den norska marknaden, vilket bäddar för såväl stark organisk tillväxt, som stärkta marginaler framgent för dotterbolagen. Målet är att fortsätta expansionen i Norden, med siktet inställt på att i första hand göra förvärv i Danmark och Finland, men även andra delar av Europa på sikt genom Bolagets utvecklade mjukvara, bl.a. arbetssystemet Amigo Tools och logistiksystemet BRAINS. Under Q1-22 vann Sensecs samarbetspartner Embross en upphandling på Grönland avseende Self-Service Check-In-System, där Sensec ska agera underleverantör, vilket är ett strategiskt viktigt avtal då en helt ny marknad öppnas upp för Sensec. Vidare ger avtalet en ökad vidimering för koncernen vilken kommer att vara viktig vid bearbetningen andra geografiska marknader framgent, då Embross är en global aktör som verkar på över 100 flygplatser.

Sammanfattning av prognos och värdering

I ett Base scenario estimeras Transfer år 2023 omsätta 416,7 MSEK¹ med ett justerat EBITDA-resultat om 22,4 MSEK. Analyst Group ser ett potentiellt värde i Transfer om 0,44 kr per aktie givet 2023 års prognos, härlett från en relativvärdering av jämförbara bolag inom säkerhetsbranschen, och en forward EV/EBITDA-multipel om 7x som målmultipel.

Omförhandlingar i offentliga upphandlingar utgör en risk

Även om Transfer historiskt vunnit flertalet upphandlingar gällande ramavtal med offentliga myndigheter och företag skall detta inte ses som en garanti för att Bolaget lyckas vinna upphandlingar framgent, även om det talar till Bolagets fördel. Givet att offentliga upphandlingar är en viktig del i affärsmodellen, som ofta avser långa avtal, utgör omförhandlingar en risk. Då det är den offentliga sektorn som förvaltar de flesta objekt och organisationer med förhöjda krav på säkerhet, finns det även en risk att en konjunkturell avmattning resulterar i färre upphandlingar, vilket kan komma att hämma tillväxten för Transfer, även om Bolaget nu har ett betydligt bredare produktutbud efter fusionen som medför en högre konjunkturresistens.

BOLAGSBESKRIVNING

TRANSFER GROUP

VD Pernilla Jennesäter

(2021)	(MSEK)
Omsättning	305,3 ¹
EBITDA	8,7 ¹

¹Inkl Sensec

Transfer Group är en koncern inom säkerhetsbranschen vilka äger och driver dotterbolag som har tydliga interna synergieffekter samt möjliggör skalfördelar för gruppen som helhet. Genom förvärv, fusion och egen produktutveckling tillhandahåller Transfer en bred helhetslösning inom de säkerhetsområden vari Bolaget opererar inom, från hårdvara till mjukvara och service-samt konsulttjänster. Transfer erbjuder säkerhetslösningar till flertalet kundsegment, såsom flygindustrin, kommuner, fastighetsägare, köpcentrum, hotell, rättsväsendet och logistik. För att understödja den organiska tillväxten, vilken ska ske genom breddning av produkterbjudande och geografisk expansion, ämnar Transfer att komplettera tillväxten genom förvärv, i såväl Sverige som Norden. Bolaget genomförde det första internationella förvärvet under Q1-21 genom förvärvet av norska Bertel O Steen Industri (numera Sensec Solutions AS), vilka är en helhetsleverantör av säkerhetsutrustning. Transfers affärsområde sectech, vilken utgörs av mjukvarulösningarna Amigo Tools, BRAINS och Alerty, medför en ökad skalbarhet och geografisk *reach* för Transfer och möjliggör en ökad försäljning- och lönsamhetspotential.

Dotterbolag i koncernen



VD Mathias Svedlund

(2021)	(MSEK)
Omsättning	113,1
EBITDA	14,8

Sensec är ett svenskt teknik- och tjänsteföretag med en lång historik, vilka etablerades år 1982. Bolaget tillhandahåller kompletta säkerhets- och trygghetslösningar för Sveriges mest krävande och känsliga miljöer, med en i synnerhet stark ställning inom flygindustrin, rättsväsende och offentliga byggnader. Sensec och Transfer Group fusionerades i mars 2022 efter att flertalet synergier identifierats, såsom breddning av produkterbjudande, bearbetning av nya marknader och effektivisering av stödfunktioner samt verksamhetssystem.

Sensec har två affärsområden; Check Points (inre säkerhetsskydd, på bl.a. flygplatser) och Automation (styrssystem för bagageutrymmen och logistikfunktioner), där Automation kom till efter förvärvet av Bertel O. Steen Airport Solutions (BOSAS) som slutfördes i början av 2021. BOSAS (numera Sensec Solutions A/S) har en egenutvecklad IT-plattform vid namn BRAINS vilken effektiviserar bagagestyrning på flygplatser och medför ett flertal fördelar¹. Ovan nämnda affärsområden understöds av Bolagets eftermarknadsavdelningar, Service och Utbildning, vilka medför viktig merförsäljning och stärker produkterbjudandet.

Mil Sec Sverige AB – tillhandahåller tjänster som kameraövervakning, larm, lås och passersystem.



¹BRAINS

BRAINS är ett skalbart logistiksystem som kan liknas med ett automatiskt lager som distribuerar bagage på en flygplats från incheckning (avgång) till utcheckning (ankomst). BRAINS samlar värdefull data i realtid som agerar underlag för uppdragskritiska, operativa och strategiska beslut. Fördelen med BRAINS är att aktörer kan uppgradera ett redan befintligt system, eller enskild modul, som från början har levererats av en konkurrent. Detta är möjligt då BRAINS är öppen och modulariserad, vilket är något flygbranschen efterfrågar. Just moduluppbyggnaden och dess öppna system i BRAINS möjliggör, tillika underlättar, geografisk expansion samtidigt som den ger ökad flexibilitet och kostnads-effektivitet ut mot kund, en stor konkurrensfördel.



Skalbart



Möjliggör geografisk expansion



Kundvänlig



VD Patrik Olsson

(2021)	(MSEK)
Omsättning	6,6
EBIT	1,0

Altum Security är ett svenskt bolag inom säkerhetsbranschen vilka erbjuder produkter som på olika sätt försvårar intrång, såsom Stålprofilpartier, Hammerglass, Säkerhetsdörrar, Säkert rum, Säkerhetsväggar & Vaktkurar och Säkerhetsfilm. Bolagets produkterbjudande kompletteras därtill av diverse tjänster, exempelvis förstudier, utbildning och projektering. Bland kundbasen återfinns affärsbanker, försvarsmakten, bevakningsbolag, myndigheter och privata företag. Altum omsatte 8,6 MSEK under H1-22 med ett EBITDA-resultat om -1,2 MSEK. För år 2022 prognostiserar Transfer Group en nettoomsättning och EBIT om 25 MSEK respektive 2,5 MSEK för Altum.

BOLAGSBESKRIVNING



VD Pelle Johansson

(2021)	(MSEK)
Omsättning	187,4
EBITDA	3,0

Commuter Security Group ("CSG") tillhandahåller ett brett utbud av tjänster inom säkerhet, trygghet och bevakning, till såväl den offentliga sektorn som privata. Exempel på tjänster är väktare, skyddsvakter, fastighetsjour, säkerhetskontroll, ordningsvakter och färdbeviskontroll. CSG erhöll under Q1-22 även auktorisation för att erbjuda larmcentraltjänster efter godkänd certifiering av SBSC, och kommer därför att starta upp en larmcentral tillsammans samarbetspartnern STANLEY Security Sverige, vilka är Europas största elektroniska säkerhetsleverantör. Larmcentraltjänster blir därmed ett nytt affärsområde för CSG och genom att framöver kunna erbjuda larmcentraltjänster i form av inbrottslarm, överfallslarm och kameraövervakning till såväl befintliga som nya kunder, medförs synergieffekter inom koncernen då bolaget nu kan erbjuda kunderna en allt bredare helhetslösning av säkerhetstjänster. Erhållandet av larmcentralauktorisering stärker även omsättning- och lönsamhetsutsikterna för CSG då en majoritet av alla upphandlingarna har krav på auktorisation av larmcentral, varför CSG kan vara med i fler upphandlingar framgent.

Bolaget har ca 500 medarbetare och verkar inom fem län i Sverige, med ambition att bredda kundportföljen och leverera tjänster även i andra större städer. CSG har fyra affärsområden: SL, Avdelning Örebro, Handel & Bevakning och Personskydd & Specialtjänster. Majoriteten av CSG:s intäkter kommer från offentliga upphandlingar som Bolaget vunnit, där SL är den enskilt största kunden.

Produkterbjudandet i korthet



Uniformerad bevakning

Larmcentral

Kontroller/Utbildning

Amigo Alarm Sweden är ett svenskt teknikföretag vilka grundades 2008, och har sedan start fokuserat på den professionella larmbranschen, med ett produkterbjudande som sträcker sig från OEM-tillverkning av speciallarm till kompletta larmlösningar till en fast kostnad, där dels larm ingår, dels GSM-abonnemang. Amigo började med att erbjuda personlarm men har därefter utvecklat även fastighets- och klotterlarm, vilka försäljs som en abonnemangstjänst. Tillverkningen sker i Sverige och all utveckling sker på samma plattform, vilket innebär att samtliga produkter gynnas av produktutvecklingen. Amigo ägnar därtill sig åt Internet of Things, vilket gör att alla produkter är kompatibla med varandra. Under 2015 lanserades Amigo Tools¹ vilken är bolagets webportal och samlingspunkt för alla tjänster, som möjliggör administrationen av alla produkter/tjänster i realtid i en vanlig mobiltelefon. Amigos främsta kunder är bevakningsföretag av olika typer, som använder Amigolarm i det dagliga arbetet. Under Q1-22 förvärvade Transfer appen Alerty² som vidgar produkterbjudandet inom personlarm.



VD Mika Andersson

(2021)	(MSEK)
Omsättning	11,0
EBITDA	-1,1

¹ Amigo Tools

Amigo Tools är ett arbetssystem som möjliggör att enkelt distribuera ut uppdrag till servicepersonal, t.ex. ordningsvakter och väktare, med förmågan att rapportera in i realtid, vilket i sin tur säkerställer att rätt information alltid är tillgänglig. Med Amigo Tools har stöd för integration mot larmcentral där servicepersonal med enbart en mobil enhet automatisk får uppdrag tilldelade, för att därefter rapportera in allt arbete som sker på fältet. Med Amigo Tools kan administrering av protokoll, åtgärds- och incidentrapportering samt rondering styras i realtid från en mobil enhet, då systemet är webbaserat. Amigo Tools är inte begränsat till någon särskild bransch eller geografisk marknad givet systemets anpassningsbarhet, och under Q1-22 mottog Amigo en genombrottsorder från Finland avseende det skalbara rapporteringssystemet Amigo Tools, vilket öppnar dörren för den finska marknaden givet en lokal referenskund.



Hög marginal



Adaptiv



Skalbar

² Alerty

Alerty är en skalbar mobilapplikation vilken tillhandahåller personlarm som är utrustad med flera trygghetsfunktioner såsom diskret larmning, video-, röst- och textsamtal, aktuell position genom GPS/Wifi/Beacon samt anslutning till larmcentral. Alerty kan användas i samtliga branscher världen över och medför flera synergier till Transfer, bl.a. genom korsförsäljning, samt ökad lönsamhet.

Alerty



Skapar synergier

Stärker produkterbjudandet

Är gränslös

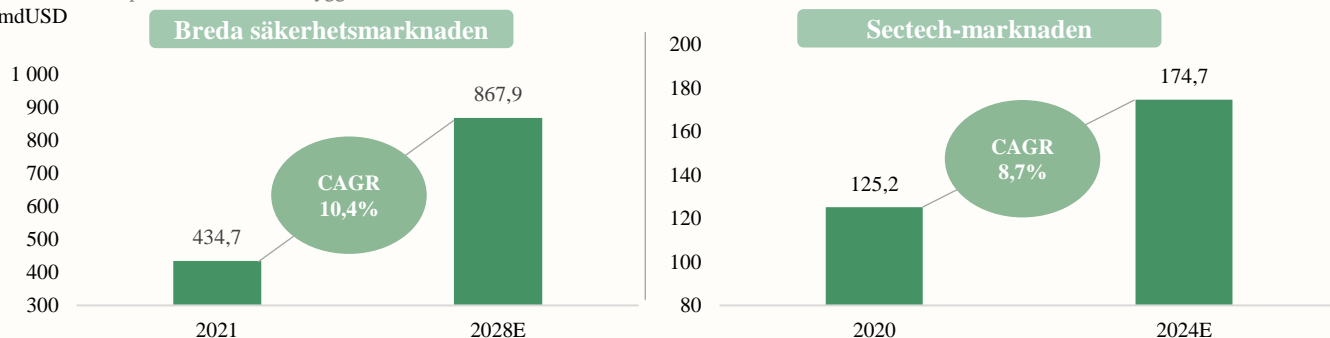
MARKNADSANALYS

Transfer Group erbjuder ett brett utbud av säkerhetslösningar, varför Bolaget är positionerade inom flertalet segment och delmarknader inom säkerhetsmarknaden. Den globala marknaden för publik säkerhet och trygghet estimerades av marknadsundersökningsföretaget Fortune Business Insights uppgå till 435 mdUSD under år 2021, med en förväntad årlig marknadstillväxt om 10,4 % fram till 2028. Enligt Statista väntas sectech-marknaden växa med 8,7 % årligen mellan 2020-2024 för att år 2024 värderas till 175 mdUSD. Rädsla för brott och terrorism, nya digitala lösningar såsom IoT och Cyber Security, en ökad medvetenhet om betydelsen av säkerhet samt nya normer och regleringar driver efterfrågan av säkerhetsprodukter. Marknaden delas in i tjänster och lösningar, där exempel på tjänster är professionella tjänster (väktare, skyddsvakt och utbildning) och driftkonsultation (nätverkstjänster och säkerhetstjänster), medan exempel på lösningar är cybersäkerhet, biometri samt övervaknings-, scanning-, alarm- och screeningsystem.

Såväl den breda säkerhetsmarknaden som sectech-marknaden står inför stark tillväxt framgent.

Marknaden för publik säkerhet och trygghet & sectech-marknaden

mdUSD



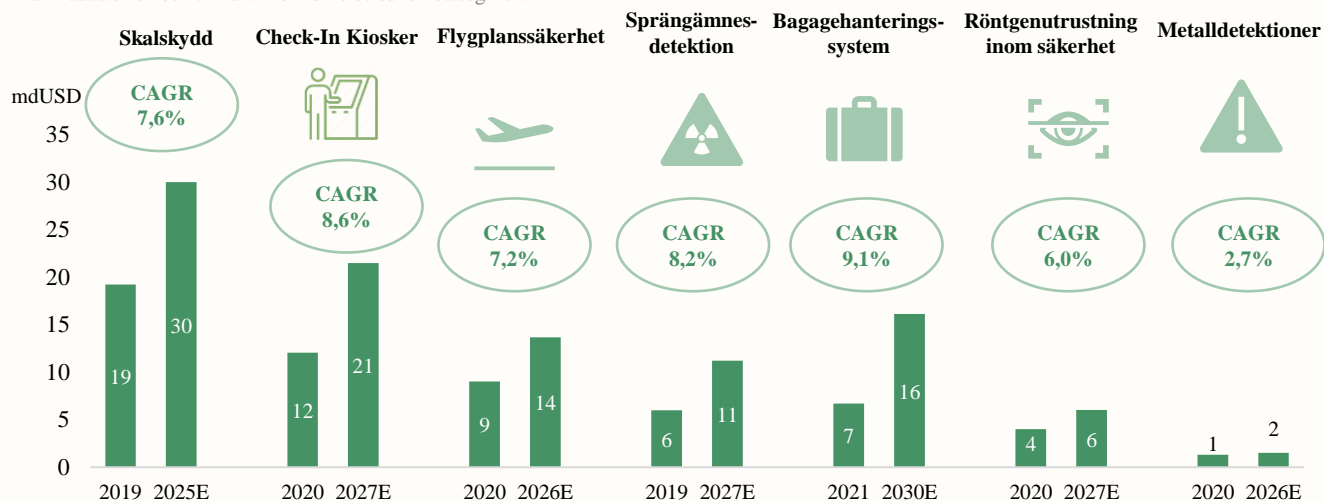
Källa: Fortune Business Insights, 2021, Statista 2020

Sensec har en marknadsledande position i Sverige - med målsättning att inta hela Norden

Sensec har en marknadsledande ställning på den svenska marknaden inom bolagets nischer, vilka är segment som har störst krav på säkerhet, såsom flygplatser, rättsväsende, kärnkraftverk, fängelser samt stora politiska- och sportevenemang. Sensec tillhandahåller tekniklösningar till dessa områden som omfattar bl.a. röntgenutrustningar, bagagehanteringssystem, metall- och sprängämnesdetektioner samt skalskydd, vilka samtliga förväntas stå inför stark tillväxt framgent (se nedan graf). Drivande tillväxtfaktorer inom dessa segment väntas utgöras av ökad reglering inom säkerhet, en förhöjd hotbild inom terrordåd och behovet av att förhindra olika typer av våldsbrott eller rån i publika och känsliga miljöer. Genom förvärvet av Bertel O Steen Airport Solutions A/S, numera Sensec Solutions AS, tog bolaget det första steget i uttalad nordisk satsning som initierades 2018 i syfte att etablera en nordisk säkerhetskoncern, där bolaget idag har försäljning i Finland och Norge.

Transfers dotterbolag verkar inom snabbväxande nischer inom säkerhetsbranschen.

Marknadsstorlek och tillväxt inom diverse säkerhetssegment



Källa: Allied Market Research (2020), Statista (2020), Market Study Report (2020), Grand View Research (2019) & Mordor Intelligence (2021)

MARKNADSANALYS

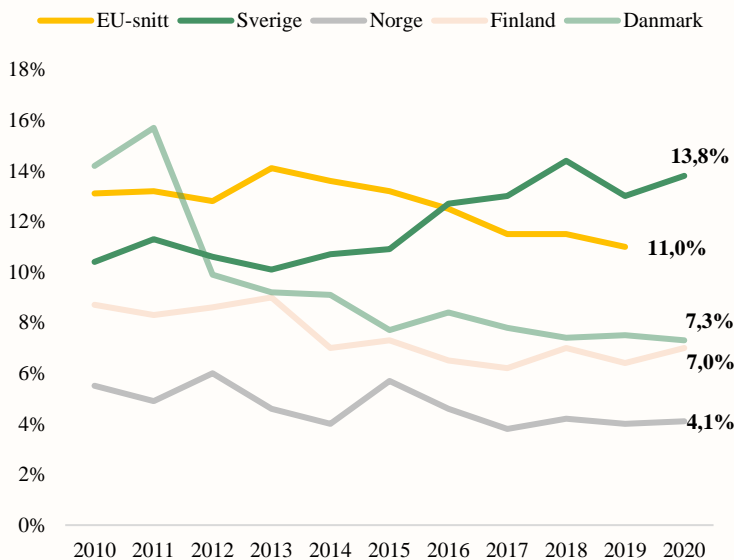
Brottsutvecklingen i Sverige är i en negativ trend – ökad efterfrågan av säkerhetstjänster

Pandemin har, likt för flertalet andra branscher, haft en påverkande faktor på den svenska säkerhetsbranschen. Medan antalet anställda inom sektorn minskade med 2,1 %, förklarar av inbromsade flygplatskontrollanter och event, ökade samtidigt omsättningen under år 2020, vilket till viss del förklaras av att pandemin resulterade i andra typer av uppdrag, såsom att upprätthålla pandemiregelverk, utökad sjukhusbevakning och stöd till Folkhälsomyndigheten. En annan förklaring bakom den ökade omsättningen inom den svenska säkerhetsbranschen härleds till en underliggande strukturell samhällsförändring där brottslighet blivit mer omfattande och varaktig än tidigare. Med senaste årens negativa utveckling av kriminalitet i Sverige, där både grov organiserad brottslighet samt brott och ordningsstörningar på allmänna platser har ökat, har även efterfrågan på säkerhetsföretagens tjänster och produkter, såsom bevakning och olika typer av larmsystem, gjort detsamma. Efterfrågan av säkerhetsföretagens tjänster förklaras dock inte enbart av brottsstatistiken, utan även människors upplevelser av brottslighet och rädslan för brott.

I Europeiska mått är den svenska brottsutveckling ett misslyckande, och i flera år har Sverige misslyckats med att nå EU:s hållbarhetsmål för *Peace, Justice and Strong Institutions*, vilken handlar om att medborgare har rätt att leva i en fungerande rättsstat med låg kriminalitet. För att mäta detta studerar Eurostat hur hög andel av medlemsländernas befolkning som lever med brott, våld och vandalism i sitt område, och medan samtliga EU-länder har upplevt förbättringar under den senaste tioårsperioden, har utvecklingen i Sverige försämrats. Under år 2020 försämrades utvecklingen ytterligare, och andelen svenskar som rapporterar om brott, våld och vandalism i sitt område ökade till 13,8 % under 2020, vilket är högre EU-snittet och väsentligt högre än våra grannländer i Norden.

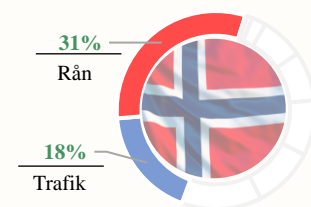
Efterfrågan på säkerhetstjänster ökar i Sverige, i linje med populationens upplevelser och rädsla för brott.

Andel av populationen som rapporterar om brott, våld och vandalism.



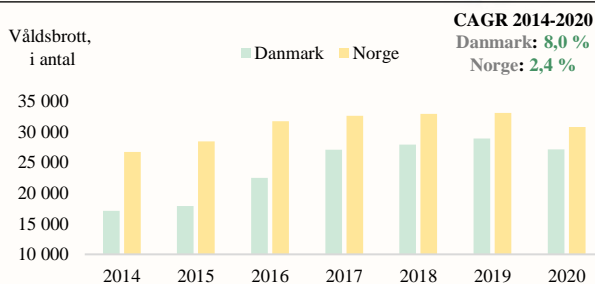
Källa: Eurostat, 2020

Andel av rapporterade brott i Norge, typ av brott



Även om den allmänna brottsutvecklingen i de nordiska länder har trendat nedåt har våldsrelaterade brott stigit sedan 2014, samtidigt som rån utgör ca 30 % av de rapporterade brotten i Norge.

+20 %
Antal rapporterade brott i Finland 2018-2020



Konkurrensbilden och marknadens kännetecknande

I Sverige finns det ca 850 auktoriserade företag inom bevakning- och säkerhetsbranschen, varför marknaden kan anses vara fragmenterad. Däremot kännetecknas marknaden i Sverige, såväl som den globala, av att domineras av ett fåtal aktörer, bl.a. innehar de fem största aktörerna ca 20 % av marknaden globalt. Inom den svenska bevakningsbranschen stod det noterade bolaget Securitas och onoterade, tillika norskägda, Avarn Security för 63 % av omsättningen under 2019, vilket innebär att det finns otaliga mindre aktörer på marknaden, som således öppnar upp för konsolidering. Medan Securitas och Avarn är rikstäckande, är resterande konkurrenter till Transfer Group och CSG mer fokuserade på utvalda geografiska områden. Några av de konkurrenter som CSG ofta möter vid upphandlingar både inom privata och offentliga sektorn är de onoterade bolagen Cubsec, Rapid och Adicci Security, där sistnämnda ägs av det noterade nordiska servicebolaget Coor.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

FINANSIELL PROGNOSE

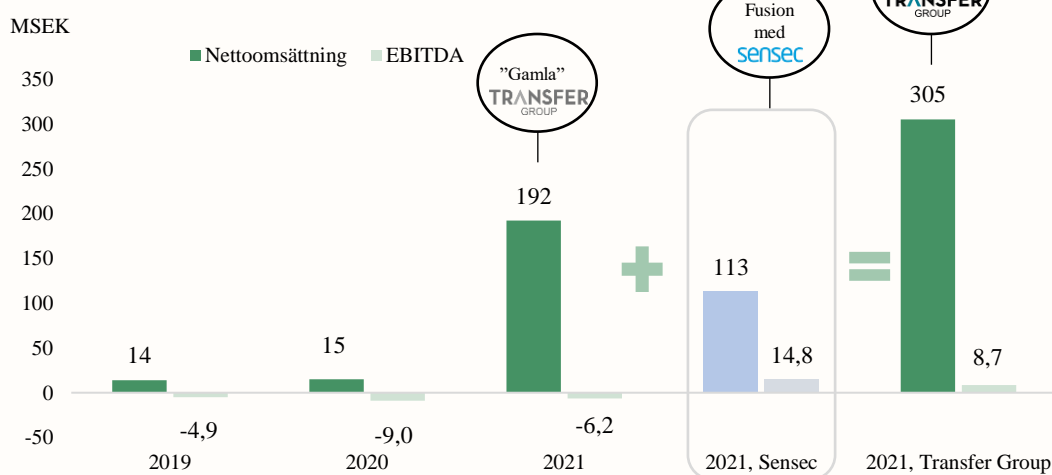
Transfer Group noterades den 30 augusti 2021 och bestod vid utgången av 2020 primärt av Amigo Alarm, men även av ett antal andra bolag som tidigare startats eller förvärvats men som idag inte har någon verksamhet, varför dessa antingen ska avvecklas eller fusioneras in i Bolaget. Under Q1-21 förvärvade Transfer bevakningsbolaget CSG, vilket förklarar den markanta omsättningsökning som uppvisats under 2021 jämfört med tidigare år. I mars 2022 fusionerades Transfer med säkerhetsteknik- och tjänsteföretaget Sensec efter att flertalet synergier hade identifierats såsom breddning av produkterbjudandet och korsförsäljning. Under perioden 2016-2021 har CSG uppvisat en årlig nettoomsättningsökning om ca 6 % samtidigt som Sensec har uppvisat en CAGR om 4,3 % under samma period, men justerat för förvärvet av Sensec Solutions A/S, vilka företaget tillträdde i februari 2021, uppgår Sensecs organiska CAGR till -5 %. Den primära orsaken till diskrepansen i omsättningsutvecklingen bolagen emellan beror på att pandemin slog hårdare gentemot Sensecs verksamhet, vilka har en stor exponering mot flygindustrin, och tappade ca 30 % av *top line* under år 2020. CSG:s verksamhet kunde å andra sidan stå emot bättre, hänfört till ökad brottslighet, vilket ökar behovet av trygghetsskapande åtgärder, i kombination med att pandemin de facto öppnade upp andra typer av uppdrag för CSG.

Medan Sensec under perioden 2016-2021 har uppvisat lönsamhet alla år, med en genomsnittlig EBIT-marginal om 6 %, har CSG haft det svårare att visa svarta siffror, med en genomsnittlig EBIT-marginal om -1 % under samma period. Däremot uppvisar CSG en positiv lönsamhetsutveckling från 2018, och redovisade positiva EBIT-marginaler under 2020-2021.

Genom fusionen med Sensec kommer "nya" Transferkoncernen kunna erbjuda helhetslösningar med ett bredare utbud inom de säkerhetsområden Bolaget verkar inom. Därtill möjliggörs bearbetning av nya marknader geografiskt i en större utsträckning genom affärsområdet sectech, vilket förväntas mynna ut i en stark organiskt tillväxt.

Den markanta omsättningsökningen som Transfer Group uppvisade under 2021 härrör till förvärvet av CSG och fusionen med Sensec.

Nettoomsättning, och EBITDA 2019-2021



¹Finansiella mål till år 2026

Tillväxt: >20%/år²

Öka marginalerna genom stor satsning på sectech

Växa geografiskt, först Norden sedan Europa

² Ska nås genom hög organisk tillväxt kompletterat med förvärv.

Fler förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit

Transfer har som uttalat finansiellt mål¹ att växa både organiskt och genom förvärv, med primärt fokus på att befästa en starkare ställning på den nordiska marknaden och erbjuda Bolagets helhetslösningar, vilket väntas bidra till att koncernen växer. Till följd av svårigheter att prognostisera när i tiden nya förvärv kan komma att ske, exakt hur dessa ser ut och hur köpeskillningarna finansieras och struktureras, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Givet gynnsamma marknadsförutsättningar, i kombination med rätt finansiella förutsättningar, räknar vi med att förvärv kommer att ske, där tillkommande dotterbolag får ses som en extra option på gjorda prognoser.

FINANSIELL PROGNOSE

Omsättningsprognos 2022-2024

Tillhandahåller
en *One-Stop
Shop* inom
säkerhet



**GEOGRAFISK
EXPANSION
ÄR EN TYDLIG
TILLVÄXT-
DRIVARE –
MÖJLIGGÖRS
AV SECTECH**

**KORS-
FÖRSÄLJNING
VÄNTAS BÄRA
FRUKT UNDER
H2-22**

Transfer har en tydlig strategi som handlar om att utvinna synergieffekter inom såväl existerande som tillkommande dotterbolag inom koncernen. Fusionen med Sensec medför tydliga strategiska fördelar till koncernen, vilken kommer att kunna erbjuda en bredare helhetslösning inom de säkerhetsområden som Bolaget idag verkar inom, men även möjliggöra geografisk expansion i en högre utsträckning. En tydlig intäktssynergi är korsförsäljning till dels befintliga kunder, dels nya, och en tydlig sådan återfinns bl.a. inom flygindustrin, vilket är ett betydande kundsegment för Sensec. Inom flygindustrin levererar Sensec säkerhetslösningar för incheckning, bagagehantering samt säkerhetskontroller, vilket numera kan kompletteras med bemanning i säkerhetskontrollen genom CSG, skalskyddslösningar runtomkring flygplatser genom Altum Security och Mil Sec. Därutöver kan Transfer erbjuda personlarm för personalen på flygplatsen genom Amigo Alarm och Alerty, där även webportalen Amigo Tools kan underlätta rondering och incidentrapportering för många delar av flygplatsen. Sammantaget möjliggörs en heltäckande såväl som konkurrenskraftig *One-Stop-Shop* till Bolagets kunder och på så vis skapas mervärde åt dessa, vilka inte behöver administrera olika leverantörer utan istället får en komplett lösning från en och samma leverantör. Genom att Transfer kan paketera lösningar, vari koncernen erbjuder bl.a. bevakning, larm, skalskydd, inpasseringssystem och kameraövervakning, blir Bolaget en mer attraktiv leverantör inom dels befintliga kundsegment såsom rättsväsendet, offentliga byggnader och fastigheter, dels nya segment och geografiska marknader. I takt med att Transfer genomför ytterligare förvärv och blir större som koncern, i linje med Bolagets strategi, anser Analyst Group att den ökade storleken kommer att medföra ökad vidimering för Transfer som aktör och dess produkter, vilket förväntas ge medvind inom offentliga upphandlingar och orders inom den privata sektorn, därmed accelerera den organiska tillväxten ytterligare.

Transfer Group har idag en stark ställning på den svenska säkerhetsmarknaden, där bl.a. Sensec är marknadsledande inom nischen Check Points och CSG är en av de ledande bevakningsbolagen, varför Transfers tillväxtstrategi – att expandera geografiskt – är logisk. Förvärvet av norska säkerhetsbolaget BOSAS, numera Sensec Solutions A/S, under Q1-21 var ett första steg i den nordiska satsningen, som dels innebär betydande synergieffekter, dels kommer underlätta fortsatt marknadspenetration i Norge och samtidigt vidga kundbasen att erbjuda Bolagets helhetslösningar till. Förvärvet gav även Transfer tillgång till IT-plattformen BRAINS, vilken är ett styrsystem för bland annat automatiserad bagage- och posthantering, vilken stärker koncernens sectech-erbjudande och är dessutom skalbart för hela Europa, vilket bäddar för ytterligare geografisk expansion och som Analyst Group förväntar sig kan såväl säkerställa som öka den organiska tillväxten framgent.

Amigo Alarm uppvisade stark tillväxt under 2021 med en omsättning om 11 MSEK, vilket är avsevärt högre jämfört med helåren 2020 och 2019, då omsättningen har taktat omkring 4 MSEK. Amigo har kontinuerligt breddat produktportföljen genom egen produktutveckling, som sträcker sig från larmcentral i mobiltelefon, olika typer av personlarm och en webportal för företagets samtliga produkter, till klotterlarm och fastighetslarm, vilka utvecklades under år 2021. Utvecklingen under H1-22 har däremot varit under vår förväntan med en omsättning om 4,3 MSEK, vilket ger en *run rate* om 8,6 MSEK för år 2022, således lägre än vad som uppvisades under år 2021. Under H1-22 har Amigo lagt ned fokus på att identifiera en organisation och affärsmodell som ska ge de mest gynnsamma förutsättningarna för bolaget framöver, där Amigo bl.a. nyligen tillsatt en ny säljledare i Göteborg. Även om vi bedömer att ändringar i säljarkåren samt i affärsmodellen är påverkande faktorer till den lägre än estimerade omsättningen, givet att det tar tid och fokus från den operationella verksamheten, antas därtill att större korsförsäljningssynergier under H1-22 ej ännu har kunnat realiserats. Analyst Group estimerar dock att effekterna av korsförsäljning inom koncernen börjar bära frukt under H2-22 vilket tillsammans med en stärkt säljarkår, bedöms leda till att omsättningen under år 2022 hamnar i nära paritet med 2021 års omsättning.

FINANSIELL PROGNOSE

**AMIGO VÄNTAS
VISA STARK
TILLVÄXT UNDER
ÅR 2023-2024**

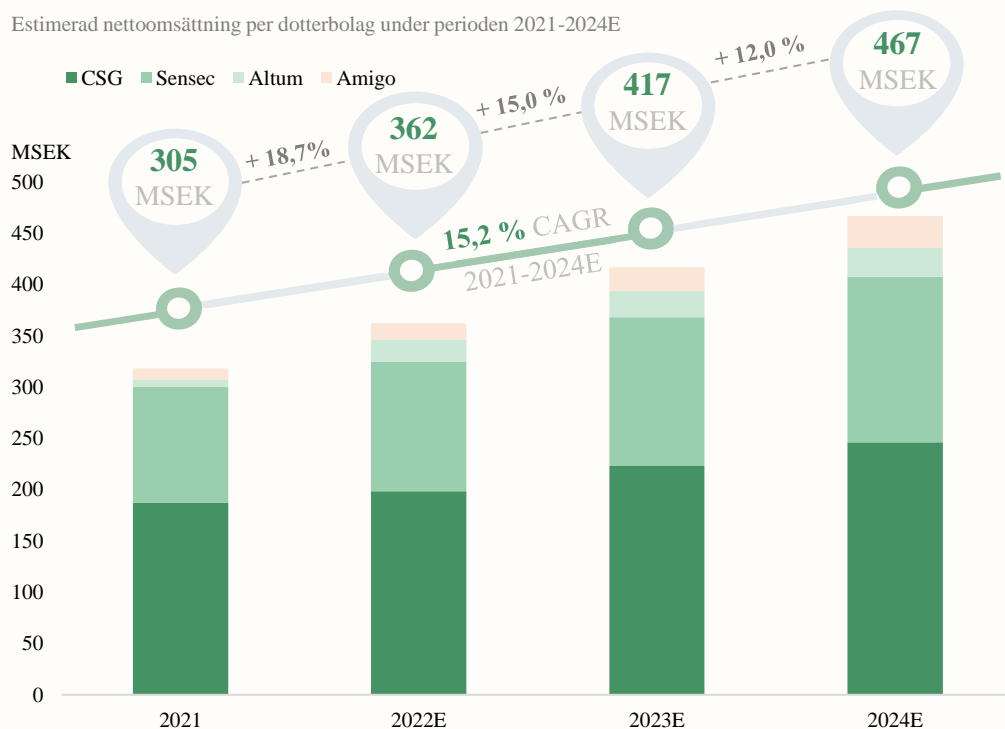
**CSG HAR
TECKNAT FLERA
VIKTIGA AVTAL
UNDER H1-22
VILKET BÄDDAR
FÖR STARKARE
TILLVÄXT UNDER
2023-2024**

Historiskt har Amigo prioriterat den svenska marknaden, men står numera i startgroparna för global expansion, i första hand Europa, då bolagets produkter är i stort sett gränslösa. Under Q2-22 erhöll Amigo en genombrottsorder i Finland avseende det skalbara rapporterings-systemet Amigo Tools från det finska säkerhetsföretaget AXIA Security Oy, vilka erbjuder olika typer uniformerad bevakning. Ordern är av strategisk karaktär och innebär en ny marknad för Amigo och är således i linje med Transfers expansionsstrategi för år 2022, där nordisk expansion främst ska ske genom sectech-erbjudandet. Korsförsäljningsmöjligheterna inom koncernen, fortsatt geografisk expansion och ytterligare breddning av produktportföljen är alla faktorer som förväntas bidra till en stark omsättningsutveckling för Amigo under år 2023 och framgent.

CSG har under H1-22 mottagit långa och viktiga avtal i en högre utsträckning än tidigare estimerat, varför vi har valt att revidera upp den organiska tillväxten för åren 2023-2024. Ett i synnerhet viktigt avtal, tillika strategiskt, var den som CSG tecknade med hotelljätten Scandic, detta då avtalet per se kan komma att öppna flera kommersiella dörrar i termer av geografisk täckning, andra säkerhetstjänster i enlighet med Transfers helhetserbjudande och ökad vidimering som kan underlätta framtida säljarbete. Därtill har Transfer under Q2-22 tecknat ett ytterligare strategiskt avtal med en av de ledande svenska bolagen inom kartong- och pappers-tillverkning. Det som gör dessa ovan nämnda avtal strategiska är att bådadera avser, för CSG, nya affärsområden - hotell och industri - vilket kan i sin tur sänka införsäljningsströklarna till nya aktörer inom respektive sektor framgent. För år 2022 estimerar Analyst Group en organisk tillväxt om 18,7 %, motsvarande en nettoomsättning om 362,4 MSEK, drivet av den generella tillväxten på de marknader som Transfer verkar inom, återhämtning inom flygindustrin, nuvarande orderböcker och vunna upphandlingar, geografisk expansion genom affärsområdet sectech samt en bredare produktportfölj som möjliggör helhetslösningar, vilket väntas göra Transfer till en mer attraktiv aktör inom säkerhet- och bevakningsbranschen. För åren 2023-2024 estimerar Analyst Group en organisk CAGR om 13,5 %, vilket innebär att Transfer förväntas uppvisa en nettoomsättning om 466,7 MSEK år 2024.

Fusionen med Sensec medför flertalet viktiga synergier som väntas kunna bidra till stark tillväxt framgent.

Estimerad nettoomsättning per dotterbolag under perioden 2021-2024E



Källa: Analyst Groups prognoser

¹ Inkl Sensec

FINANSIELL PROGNOSE

Kostnadsprognos 2022-2024

Under 2021 uppgick Transfers bruttomarginal till 95,3 % och på proformabasis (inkl Sensec) till ca 78 %. Den höga bruttomarginalen förklaras av att dotterbolaget CSG, vilka under 2021 utgjorde en klar majoritet av koncernens totala intäkter, i princip inte har några bruttokostnader då försäljningsrelaterade kostnader upptas under personalkostnader eftersom företaget erbjuder tjänster i form av uniformerad bevakning av olika typer. Under prognosperioden 2022-2024 estimeras bruttomarginalen understiga 2021 års nivå, med anledningen till att övriga dotterbolag, vilka innehar en mix av hård- och mjukvara, förväntas växa i en snabbare takt än CSG, t.ex. Amigo och Sensec, varför dessa antas utgöra en större andel av den totala omsättningen jämfört med 2021, drivet av med geografisk expansion, korsförsäljning och erbjudandet av helhetslösningar. Då korsförsäljningar förväntas bli en tydligt intäktssynergi som möjliggör uppskalning av produktion för samtliga dotterbolag, i kombination med att koncernen växer i storlek, ges Transfer ett bättre förhandlingsläge mot leverantörer, givet högre volymer, vilket innebär att dotterbolagen antas kunna utnyttja *Economies Of Scale* och sänka produktionskostnader, vilket antas stärka bruttomarginalen i dotterbolagen Sensec, Amigo samt Altum från 2022 och framåt. Förvärvet av norska BOSAS (numera Sensec Solutions A/S) medför även att lagerhållningen på reservdelar kan pressas ned genom samarbete mellan länderna, vilket är en tydlig kostnadssynergi som förväntas förbättra bruttomarginalen. Ökad försäljning av mjukvara genom affärsområdet sectech, i form av webportalen Amigo Tools, bagagehanteringssystemet BRAINS och Alerty, medför ökad skalbarhet inom koncernen och är viktiga faktorer som estimeras bidra till en starkare rörelsemarginal i takt med att försäljningen skalas upp mot nya marknader och kunder. Däremot, givet att dotterbolagen Sensec, Amigo och Altum har en lägre bruttomarginal än CSG, vilka upptar merparten av bolagets kostnader på rörelsenivå, innebär ett ökat bidragande från Sensec, Amigo och Altum till nettoomsättningen att bruttomarginalen på koncernnivå förväntas kontrahera något under prognosperioden.

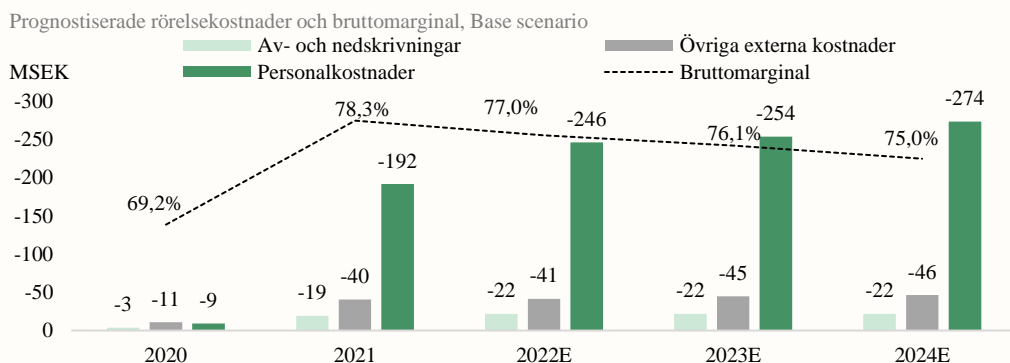
SECTECH
MEDFÖR
ÖKAD
SKALBARHET

Av Transfers totala kostnadsbas utgör personalkostnader störst andelen på proformabasis, vilka utgjorde ca 63 % av koncernens omsättning under 2021, motsvarande ca 192 MSEK, vilket till stor del förklaras av CSG:s personalkrävande verksamhet. Personalkostnader väntas fortsatt vara den största kostnadsposten under prognosperioden och i takt med att Transfer ökar försäljningsvolymen räknar vi med att dotterbolagen kommer vilja skala upp personalstyrkan. Men med bakgrund till att vi ser en högre tillväxt i Transfers övriga dotterbolag, framförallt inom mjukvarudelen i form av Amigo Tools och BRAINS, estimeras personalkostnaderna växa i en lägre takt än omsättningen, för att år 2023 utgöra ca 61 % av omsättningen.

Koncernens övriga externa kostnader, vilka utgörs av t.ex. lokalhyra, konsultarvoden, legala kostnader och ad-hoc, väntas utgöra en relativt konstant andel av intäkterna, givet de organisatoriska synergier som möjliggörs i samband med fusionen, vilka innebär effektiviseringar och samordning av stödfunktioner, verksamhetssystem och dylikt. Detta medför lägre overheadkostnader för de enskilda dotterbolagen och ökad lönsamhet på koncernnivå. Under 2021 (proforma) stod de övriga externa kostnader för ca 13 % av omsättningen och med interna kostnadseffektiviseringar antas andelen minska över tid, för att år 2024 utgöra ca 10 % av omsättningen.

Sammantaget förväntas interna kostnadseffektivisering och synergier, i kombination med en ökad estimerad försäljningsvolym, mer fördelaktiga leverantörsvillkor och högre hård- och mjukvaruförsäljning från dotterbolagen, innebära att koncernens rörelsemarginaler stiger succesivt under prognosperioden, samtidigt som bruttomarginalen förväntas kontrahera något.

Personalkostnader väntas fortsätta utgöra störst andel av Bolagets kostnadsbas.



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

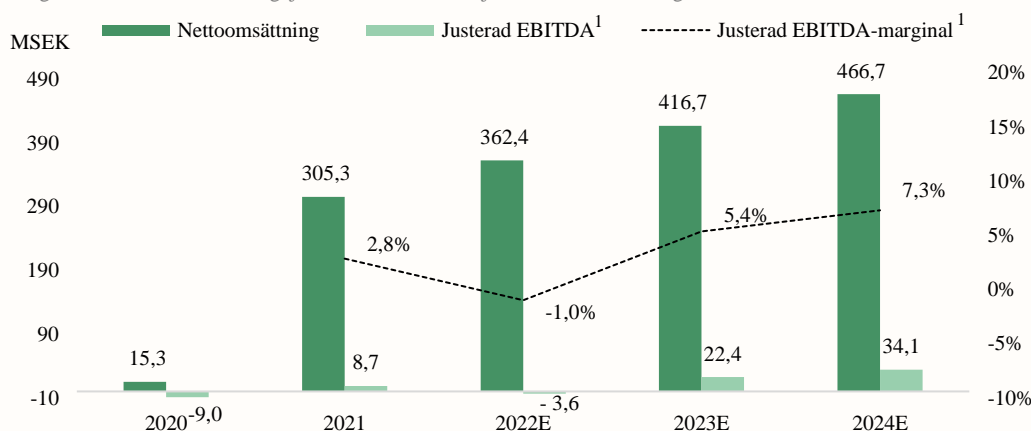
FINANSIELL PROGNOSE

Följande är en sammanfattning av Analyst Groups prognoser för Transfer under perioden 2022-2024. Under år 2022 estimeras en nettoomsättning om 362,4 MSEK, motsvarande en organisk tillväxt om 18,7 %, med ett justerat EBITDA-resultat¹ om -3,6 MSEK, vilket motsvarar en EBITDA-marginal om -1 % och således en revidering från tidigare estimat om ett justerat EBITDA-resultat om 9,1 MSEK. Som ett resultat av en stark nyförsäljning från CSG under H1-22 har Bolaget behövt rekrytera ny personal i en högre takt än vad vi räknat med, samtidigt som extra personalkostnader har tillkommit på grund av utbildning av ny personal samt uppstarts-kostnader för nya projekt. Dessa offensiva satsningar påverkar lönsamheten kortsiktigt, men lägger samtidigt en solidare grund för ökad omsättning och lönsamhet framgent för CSG. Samtidigt har övriga dotterbolag, i synnerhet Amigo och Altum, presterat en lägre lönsamhet än estimerat under H1-22, varför vi har sänkt våra lönsamhetsprognoser något även under åren 2023-2024.

Under perioden är det tänkbart att Transfer kommer att genomföra ytterligare förvärv, vilket i sådant fall skulle innebära att prognoserna kommer att revideras.

Korsförsäljning, geografisk expansion och ett attraktivt helhetserbjudande inom säkerhet väntas driva tillväxten och i kombination med ökad hård- och mjukvaruförsäljning samt kostnadseffektiviseringar inom koncernen, estimeras lönsamheten stärkas framgent.

Prognostiserad nettoomsättning, justerad EBITDA och justerad EBITDA-marginal, Base scenario



Källa: Aanalyst Groups prognoser

Base scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	14,2	15,3	305,3	362,4	416,7	466,7
Aktiverat arbete				2,6	2,6	2,6
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,8	2,7	4,8	3,6	4,1
Totala intäkter	14,3	16,1	307,9	369,8	422,9	473,4
Försäljningskostnader (KSV)	-2,6	-4,9	-66,8	-83,3	-99,4	-116,8
Bruttoresultat	11,7	11,1	241,1	286,5	323,5	356,6
Bruttomarginal	81,6%	69,2%	78,3%	77,0%	76,1%	75,0%
Övriga externa kostnader	-10,6	-10,9	-40,4	-41,5	-44,8	-46,3
Personalkostnader	-6,0	-9,2	-191,8	-246,2	-253,8	-273,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	-4,9	-9,0	8,7	-1,4	24,9	36,7
EBITDA-marginal	-34,5%	-58,6%	2,8%	-0,4%	6,0%	7,9%
Justerad EBITDA¹	-4,9	-9,0	8,7	-3,6	22,4	34,1
Justerad EBITDA-marginal ¹	-34,5%	-58,6%	2,8%	-1,0%	5,4%	7,3%
Av- och nedskrivningar	-3,0	-3,5	-19,1	-21,8	-21,8	-21,8
EBIT	-7,9	-12,4	-10,5	-23,2	3,2	14,9
EBIT-marginal	-55,5%	-81,3%	-3,4%	-6,4%	0,8%	3,2%

¹ Justerat för estimerade engångskostnader under H1-22 och aktiverat arbete under prognosperioden.

VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv undersöks aktörerna *Securitas*, *Nordic Level Group*, *Tempest Security* och *TCECUR*, vilka alla verkar inom säkerhet- och bevakningsbranschen. Även om det råder vissa operationella skillnader, finns likheter mellan företagen och Transfer avseende affärsmodell och ambitionen att identifiera och förvärva företag, men även produkt erbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktsmodell, marginaler samt till viss del kapitalstruktur.

Peers LTM



Om bolaget	MSEK)
Market Cap	34 316
Omsättning	113 637
EBITDA	8 056
EV/EBITDA	6,5

Securitas är ett välkänt svenskt bolag som ingår i OMXS30 och värderas idag till ca 34 316 MSEK. De är en global aktör verksamma inom säkerhetstjänster. Bolaget erbjuder ett brett utbud av tjänster som går under stationär – och mobil övervakning, elektronisk säkerhet, brandskydd, GPS-tjänster, trygghetslösningar samt diverse riskhanteringsfrågor. Kunderna är verksamma i ett flertal olika branscher och återfinns idag på global nivå. Huvudkontoret ligger i Stockholm.

Nordic Level Group är en säkerhetskoncern som grundades 1989, vilka erbjuder den nordiska marknaden, privata såväl som offentlig sektor, en heltäckande portfölj av kvalificerade säkerhetstjänster, system och produkter. Exempelvis tillhandahåller bolaget kvalificerad säkerhetsrådgivning, systemdesign, leverans av modern säkerhetsteknik, perimeter- och inbrottskydd, övervakning och operativa tjänster som personskydd, bevakning- och parkeringstjänster. Bolagets verksamhet delas in i tre divisioner; Advisory, Technology och Operations, där de två sistnämnda utgör ca 90 % av intäkterna proforma. Bolaget har som finansiellt mål att år 2026 omsätta 1 mdSEK, vilket ska ske dels genom organisk tillväxt, dels genom förvärv, och nå en EBIT-marginal om 10 %.

Tempest Security är en helhetsleverantör av anpassade säkerhetslösningar, vilka grundades 2004 och är en av Sveriges största helhetsleverantörer av säkerhetstjänster. Kunderna återfinns i både privat och offentlig sektor och omfattar såväl kommuner och myndigheter som företag och privatpersoner. Bolaget har fyra verksamhetsområden: 1) Bevakning, som erbjuder traditionella bevakningstjänster, 2) Särskilda Tjänster, som erbjuder tjänster som personskydd, bakgrundskontroller, utbildning och utredningsverksamhet, 3) Teknik, som erbjuder projektering och service av kameraövervakningssystem, larm- och passagesystem samt 4) Övervakning, som är Tempests larmcentral. Verksamheten är indelat i tre divisioner: Bevakning, Särskilda tjänster och Övriga segment, där bevakning utgjorde ca 72 % av intäkter år 2021, särskilda tjänster utgjorde 21 % och Övriga segment 7 %. Tempest Security har som målsättning att växa till en miljard i omsättning med ca 10 % EBITDA-marginal 2025, vilket innebär nära en tredubbling från 340 MSEK år 2021. Tillväxten ska komma från en kombination av organisk tillväxt och förvärv. Sedan bolaget satte upp de finansiella målen har bolaget etablerat verksamhet inom Särskilda tjänster i USA.

TCECUR är en teknikorienterad säkerhetskoncern med lång historik och erfarenheter av leveranser till stora koncerner och den offentliga sektorn. TCECUR består idag av sju dotterbolag, alla specialiserade inom olika områden av säkerhet, som levererar säkerhetssystem och säker kommunikation till samhällets mest krävande kunder. Erbjudanden består av en kombination av egna produkter och lösningar samt agenter från världsledande producenter. TCECUR:s modell är att bygga en plattform för tillväxt, där de individuella dotterbolagen i hög utsträckning har kvar sin autonomi, samtidigt som de får stöd från koncernledningen och genom samarbete med övriga bolag inom koncernen. Dotterbolagen drar nytta av synergier inom t.ex. inköp, bemanning och kunskapsöverföring och koncernledningen ger stöd i strategiska frågor såsom tilläggsförvärv, expansion och finansiella frågeställningar. TCECUR har som finansiell målsättning att växa 10 % organiskt och genom förvärv, med en EBITA-marginal om 10 %.

Nedan framgår en tabell som illustrerar prognoser för valda jämförelsebolag under perioden 2022-2023.

	Market Cap	EV/Sales		EV/EBITDA		EBITDA-marginal		Omsättningstillväxt		EBITDA-tillväxt	
Jämförelsebolag	(MSEK)	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
Securitas	34 316	0,4	0,4	5,6	5,0	7,8%	8,0%	8,4%	8,2%	16,5%	11,7%
Nordic Level Group	191	0,4	0,4	17,7	7,7	2,5%	5,0%	14,0%	9,0%	N.A.	130,0%
Tempest Security	252	0,6	0,5	9,2	6,8	6,9%	7,9%	31,5%	18,8%	311,2%	35,6%
TCECUR	390	1,0	0,9	9,8	9,5	10,7%	10,0% ²	25,3% ¹	10,0% ²	37,9%	2,9% ³
Genomsnitt	8 787	0,6	0,6	10,5	7,2	7,0%	7,7%	19,8%	11,5%	121,9%	45,1%
Median	252	0,4	0,4	9,2	6,8	6,9%	7,9%	14,0%	9,0%	163,9%	35,6%
Transfer Group	66	0,4	0,4	-43,4	7,0	-1,0%	5,4%	18,7%	15,0%	N.A.	N.A.

¹ Organisk tillväxt utifrån den rapporterade Pro forma-omsättningen 2021.

² Explicita prognoser saknas för 2023. Värdet utgår från bolagets kommunicerade tillväxt-/lönsamhetsmål över tid.

³ I enlighet med ovan nämnda, baseras EBITDA-tillväxten inte på explicita prognoser utan blir ett resultat av bolagets tillväxt-/lönsamhetsmål.

VÄRDERING

Likt Transfer, ämnar Nordic Level Group, Tempest Security och TCECUR nyttja den fragmenterade säkerhet- och bevakningsbranschen genom att verka som en konsoliderande aktör. Securitas är en av de största säkerhetsbolagen globalt, vilka har en lång historik av tillväxt och lönsamhet, men givet dess storlek och nuvarande marknadsandelar är tillväxt-utsikterna mediokra i förhållande till övriga peers. Transfer Group är, ställt mot genomsnittet, ett mindre bolag sett till marknadsvärde, vilket i kombination med kort operationell historik i nuvarande form och skala, motiverar en värderingsrabatt. Däremot estimeras Transfer växa omsättningen under en något högre CAGR än genomsnittet under perioden 2022-2024¹, vilket väntas vara en effekt av en stark organisk tillväxt givet ett bredare produkt erbjudande, pågående geografisk expansion och korsförsäljning inom koncernen. Givet de skal-fördelar och kostnadssynergier som en större koncern medför och ökad mjukvaruförsäljning genom Amigo Tools, Alerty och BRAINS, väntas EBITDA-marginalen uppgå till 5,4 % år 2023, vilket är lägre än genomsnittet för peer-gruppen.

Vi ser störst likheter mellan Transfer och jämförelsebolagen Tempest Security och Nordic Level Group (NLG), givet liknande affärsben, intäktsmix, marginaler samt att dessa har ett tydligt förvärvsfokus. På rullande tolv månader värderas Tempest till EV/justerad EBITDA 18x medan NLG uppvisar en negativ multipel, men estimeras vända till lönsamhet under år 2022. Bådaddera väntas, enligt tillgängliga estimat², uppvisa en stark EBITDA-tillväxt, drivet av dels gjorda förvärv under åren 2021-2022, dels organiskt tillväxt inom de mer lönsamma affärsbenen under prognosperioden. På 2023 års estimat är den genomsnittliga EV/EBITDA-multipel för dessa bolag 7,2x, vilket speglar den förväntade marginalexpansionen. Vidare uppgår bolagens genomsnittliga CAGR under perioden 2022-2024 till 14,1 %, vilket dels är över snittet för peer-gruppen, dels något högre än estimerat för Transfer under samma period. Samtidigt estimeras den genomsnittliga årliga EBITDA-tillväxten för Tempest och NLG under samma period vara betydligt högre än det totala genomsnittet för peer-gruppen, likväl jämfört med vad som har estimerats för Transfer. Vidare väntas Transfer uppvisa en EBITDA-marginal som understiger såväl den totala peer-gruppens genomsnitt som genomsnittet för Tempest och NLG under åren 2022-2023.

Med hänsyn till att störst likheter med Transfer bedöms finnas hos Tempest och NLG, anser Analyst Group att en större betoning av värderingen bör utgå från hur dessa värderas, varför en forward EV/EBITDA-multipel om 7x appliceras som målmultipel för Transfer Group på 2023 års estimat. Den lägre multipeln motiveras av å ena sidan svagare tillväxtförväntningar för omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, å andra sidan av en svagare balansräkning samt kort historik i sin nuvarande operationella form. Rådande börs klimat har även tagits i beaktning i vald målmultipel, givet ökad riskaversion, tillika riskpremie. Med ett prognostiserat justerat EBITDA-resultat om 22,6 MSEK för år 2023, motiveras ett *Enterprise Value* om 156,5 MSEK. Efter avdrag av 2023 års estimerade nettoskuld ges ett *Market Cap* om 100 MSEK, vilket ger ett potentiellt värde per aktie om 0,44 kr på 2023 års estimat.

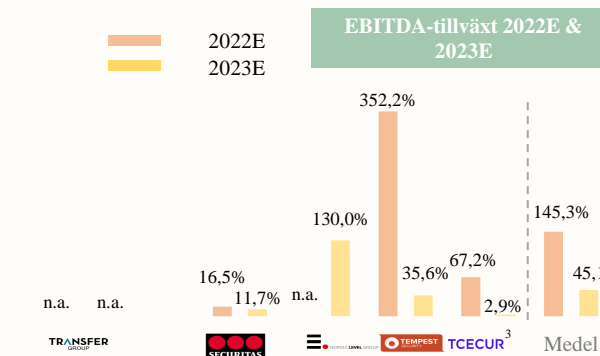
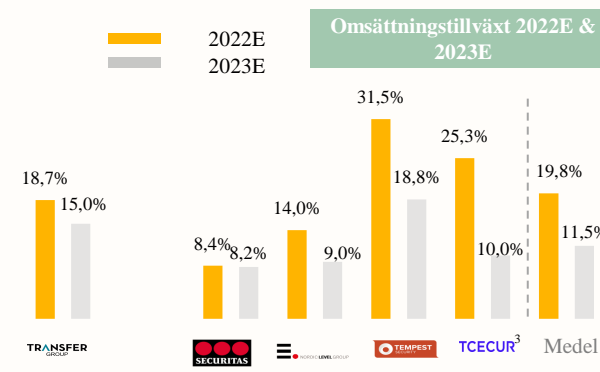
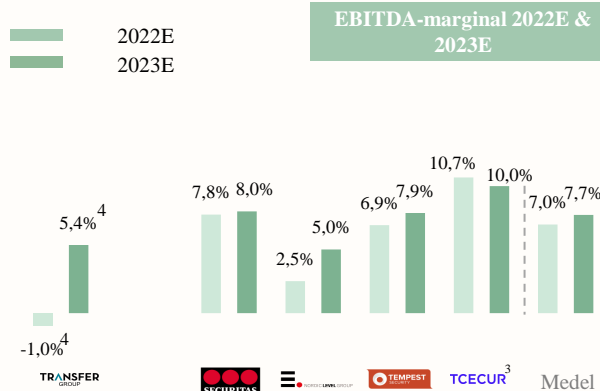
¹ Prognoser för perioden 2022-2024 återfinns i appendix.

² SEB och EPB.

³ Prognoser för TCECUR finns tillgängliga fram till 2022, därefter har bolagets finansiella mål tillämpats.

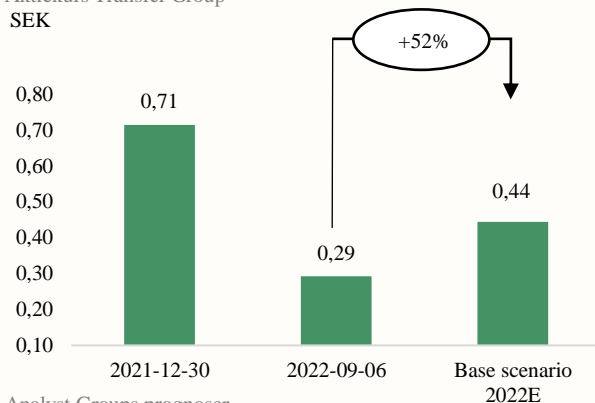
⁴ Avser justerat EBITDA och justerat EBITDA-marginal.

Finansiella estimat för peers 2022-2023



I ett Base Scenario motiveras en aktiekurs om 0,44 kr, givet 2023 års estimerade EBITDA (justerat) och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 7x.

Aktiekurs Transfer Group SEK



Analyst Groups prognoser

BULL & BEAR

Bull scenario

I ett Bull scenario förväntas samtliga befintliga dotterbolag utvecklas i en snabbare takt än väntat. Transfer helhetserbjudande förväntas möta stor genomslagskraft som väsentligt underlättar koncernens expansion i framförallt Norden, vilket antas komma i uttryck i vunna upphandling/ramavtal inom offentlig såväl som privata sektorn i en större utsträckning än vad som antas i Base scenario. Givet högre förväntade försäljningsvolymerna än i Base scenario antar Analyst Group att Transfer i större utsträckning kan tillvarata på *Economies of Scale* vilket förväntas resultera i starkare marginaler. Vidare antas en högre andel mjukvaruförsäljning i ett Bull scenario, drivet av en stark efterfrågan av styrsystemet BRAINS, webportalen Amigo Tools och Alerty, vilka är av hög skalbarhet och ej geografisk begränsade, vilket förväntas bidra till såväl ökad försäljning i dels Norden, dels i Europa, som ökade marginaler givet starkare underliggande lönsamhet.

Flygindustrin utgör en väsentlig del av dotterbolaget Sensecs försäljning och givet den kraftiga inbromsningen som pandemin medförde föll Sensecs omsättning avsevärt under 2020, där Sensec endast lyckades återhämta delar av omsättningsfallet under år 2021 rensat för förvärvet av Sensec Solutions A/S (BOSAS), givet fortsatt ogynnsamt marknadsklimat. I ett Bull scenario väntas den återhämtning som uppvisats i H1-22 inom dels flygindustrin, dels överlag inom besöksnäringen, att fortsätta under prognosperioden, vilket estimeras resultera i en starkare organiskt tillväxt för koncernen framgent, och därmed möjliggöra införsäljningen av Bolagets helhetstjänster i en högre uträkning än i ett Base scenario.

I slutet av november 2021 erhöll Transfer Group (CSG) en upphandling för SL i region Stockholm, avseende bl.a. ordningsvakter. Avtalet är värt drygt 57 MSEK per år och indexerat över åtta år, i enlighet med avtalets längd, motsvarar det 480 MSEK. SL har däremot rätt att justera antalet timmar med upp till 25 % från ursprungliga värdet (motsvarande ungefär 14 MSEK/år), vilket är något vi har tagit höjd för i ett Bull scenario. För år 2023 estimeras en nettoomsättning om 447 MSEK med ett justerat EBITDA-resultat om 28,5 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 6,4 %, och med en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 7,5x motiveras ett värde per aktie om 0,73 kr i ett Bull scenario.

0,73 KR
PER AKTIE
I ETT BULL
SCENARIO

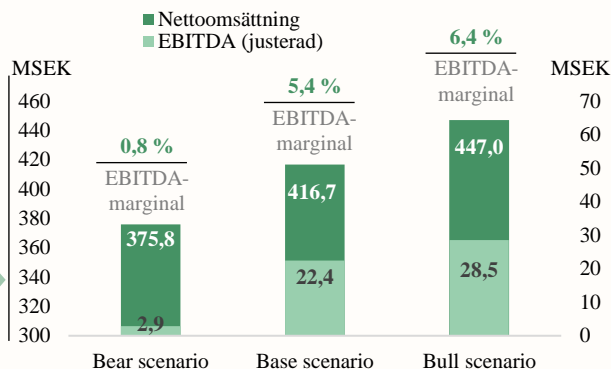
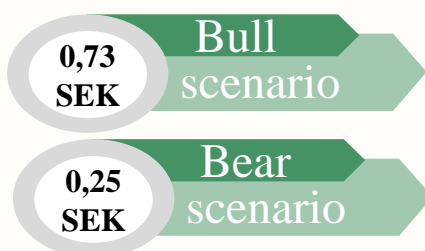
Bear scenario

Att vinna offentliga upphandlingar är en avgörande förutsättning på den svenska säkerhetsmarknaden för att nå tillväxt och vara framgångsrik eftersom den offentliga sektorn förvaltar de flesta objekt och organisationer med förhöjda krav på säkerhet. Även om både Sensec och CSG har varit framgångsrika i historiska upphandlingar och kundprojekt är det ingen garanti för framtiden, och i ett Bear scenario tar Analyst Group höjd för att Transfer möter svårigheter att vinna nya upphandlingar/kundprojekt givet konkurrensen på marknaden. Det går inte heller att utesluta risken att befintliga upphandlingar eller ramavtal nedjusteras alternativt går förlorade, vilket hämmar den organiska tillväxten i ett Bear scenario. En stor del av Transfer Groups intäkter är beroende av nya ordrar och i ett Bear scenario förväntas tillväxten bromsas av en generellt trögare konjunkturell återhämtning i framförallt de sektorer som blivit hårt drabbade av pandemin (flyg, event, mf.l.) under åren 2022-2023, i kombination med en hård konkurrens inom säkerhet- och bevakningsbranschen. Vidare antas Transfer få svårt att realisera kostnadssynergier, vilket tillsammans med lägre tillväxt hämmar lönsamheten under prognosperioden. Under år 2023 estimeras en nettoomsättning om 376 MSEK med ett justerat EBITDA-resultat om 2,9 MSEK och med en viktad målmultipel¹ motiveras ett värde per aktie om 0,25 kr i ett Bear scenario.

0,25 KR
PER AKTIE
I ETT BEAR
SCENARIO

Sammanställning av Bull respektive Bear scenario för gjorda prognoser år 2023.

Aktiekurs i Bull och Bear scenario
Estimerad nettoomsättning & justerad EBITDA
år 2023E



¹ Forward EV/EBITDA 6,5x – vikt: 50 %
EV/S 0,7x – vikt: 50 %

Har använts då bolagets operationella hävstång, i ett Bear scenario, antas inte vara helt optimerad givet de flertal förvärv som gjorts och dess efterföljande integrering, i kombination med en lägre estimerad tillväxt.



Första halvåret av 2022 är nu bakom oss, hur skulle du vilja summera detta halvår? Vad är du mest nöjd med och vad hade ni kunnat göra bättre?

Skulle jag summera första halvåret med två ord blir det nog fusion och strategi. I mångt och mycket har det här halvåret handlat om att sätta och landa i den nya beslutade strategin. Till viss del handlar det också om att ompositionera bolaget för att kunna stå redo inför framtiden.

Samtidigt har försäljningen och omsättningsökningen taktat på enligt plan, något över plan på vissa delar av koncernen. Resultatmässigt är Transfer dock hårt belastade under första halvåret av 2022 av kostnader av engångskaraktär, framförallt hänfört till CSG:s uppstartkostnader, som en följd av deras ökade försäljning.

Som alltid när man beslutar om en ny strategi har man en önskan om att alla pusselbitar ska falla på plats omgående men det händer sällan. Ska jag vara kritisk kan jag tycka att det har gått lite för långsamt, både gällande implementeringen av den nya strategin till försäljningstakten. Med respekt för att större förändringar alltid tar lite längre tid än önskat är jag dock nöjd med vart vi står idag och vad jag ser framöver. Viktiga beslut är fattade, vi har en plan och pusselbitarna har funnit sin plats.

Vid utgången av Q2-22 uppgick era likvida medel till 6,1 MSEK, samtidigt nettoskuldssättningen uppgår till 86,3 MSEK (inkl leasing). Givet utvecklingen i rörelseresultatet under H1-22, hur ser du på Transfers finansiella ställning idag?

Som vi kommunicerat tidigare visste vi att såväl Q1 som Q2 skulle dras med högre kostnader. För Q2 handlar det främst om kostnader förknippade till fusionen i kombination med implementeringen av den nya strategin. Därtill har vi även tagit större uppstartskostnader kopplade till våra nya avtal. Bara CSG vann avtal värda ca 180 MSEK i Q2 och därutöver har vi alla andra avtal som övriga bolag inom gruppen vunnit. Givet vad vi kommunicerats tidigare där vi sa att det kommer börja vända under Q3 kan jag bara konstatera att vi följer den planen.

I anslutning till Q2-rapporten kommunicerade ni att sondering av marknaden har inletts för en eventuell avyttring av CSG, vad ligger bakom detta beslut? Vilka för- och nackdelar ser du uppkommer i ett scenario där CSG avyttras?

CSG har haft en fantastisk utveckling sedan det förvärvades av Transfer Group, både vad gäller vunna avtal som insteg på nya marknader. De har idag en avtalsstock om 850 MSEK som inte fanns när bolaget förvärvades. Att vi nu sonderar marknaden är egentligen inte så konstigt med tanke på att vår övergripande strategi är att arbeta oss upp i den lönsamhets- eller marginalpyramid vi tidigare kommunicerat. Krasst skulle man kunna säga att vi hyvlar av den nedre botten av pyramiden som står för volym i omsättning men med lägre marginaler för att investera in i affärsområden högre upp i pyramiden där marginalerna är högre. Vår främsta nackdel vid en eventuell avyttring är naturligtvis att vår omsättning skulle minska. Fördelen blir att vi kan accelerera såväl investeringar som vårt fokus på mer lönsamma affärsområden.

En potentiell försäljning av CSG menar ni skulle kunna öppna upp möjligheter för nya förvärv för att komplettera er nuvarande mjukvaruportfölj. Kan du berätta lite mer om vad för typ av mjukvarulösningar som ni tittar på och som kan stärka er mjukvaruportfölj?

Enligt den strategi som vi tidigare har kommunicerat ska Transfer vara ett säkerhetsbolag som arbetar mer åt teknikhållet, där vi ska utveckla mjukvara som är kompatibel med den hårdvara vi har inom koncernen. Vi prioriterar därför bolag vars produkter och tjänster har mjukvaran i centrum, och som antingen kompletterar eller förstärker befintligt affärsområde, vilket tillsammans medför en snabbare go-to-market antingen för vårt erbjudande eller bolaget vi förvärvat erbjudande. Vi är ute efter bolag vars erbjudande redan idag finns på marknaden och helst också visar på lönsamhet. Dessutom ska mjukvaran vara skalbar och öppna upp för en global marknad för hela Transfer-koncernen.

Jag vill vara tydlig med att vi i nuläget endast sonderar marknaden och att jag därför vill undvika att gå händelserna i förväg, dessutom är det viktigt att poängtera att skulle vi inte finna sonderingen attraktiv kommer vi inte avyttra CSG.

LEDNING & STYRELSE



Pernilla Jennesäter, VD för Transfer Group och styrelseledamot

Pernilla Jennesäter är utbildad civilekonom och besitter flerårig erfarenhet som CFO i noterad miljö inom säkerhetsbranschen.

Aktieinnehav: Pernilla äger 567 023 aktier i Transfer.



Karin Nilsson, CFO för Transfer Group

Karin är auktoriserad redovisningskonsult med lång erfarenhet från såväl noterad som onoterad miljö och har under en längre tid jobbat nära Transfer och dåvarande Sensec Holding AB (publ). Sedan tidigare har Karin även varit anställd som revisor hos Ernst & Young Sweden AB.

Aktieinnehav: Karin äger inga aktier i Transfer.



Baard Lund, VD Sensec Solutions

Baard har haft olika chefsbefattningar inom norska och internationella IT-företag, med många års erfarenhet av förvaltning och operativa positioner inom såväl det militära som olika myndigheter. Vidare har Baard varit grundare av ett flertal företag inom IKT-sektorn, och han har dessutom omfattande erfarenhet från styrelsearbete, både som ordförande och styrelseledamot.

Aktieinnehav: Baard äger inga aktier i Transfer.



Pelle Johansson, VD för Commuter Security Group AB

Pelle är VD på CSG sedan 2016 och har i en tidigare roll även varit VD i ett dotterbolag till Keolis koncernen. Pelle har en utbildning inom management med fokus på ekonomisk styrning samt genomgått Keolis ledarskapsprogram vid Stockholm School of Economics.

Aktieinnehav: Pelle äger 27 100 aktier i Transfer.



Mika Andersson, VD för Amigo Alarm Sweden AB

Mika är utbildad inom ledarskap och professionell försäljning, och har mångårig erfarenhet som försäljningschef och VD för ett flertal liknande bolag. Han har under de tre senaste åren varit verksam inom Senseckoncernen i rollen som KAM i Mil Sec Sverige AB.

Aktieinnehav: Mika äger 1 252 416 aktier i Transfer privat och genom bolag.



Patrik Olsson, VD för Altum Security AB och Mil Sec Sverige AB

Patrik tillträdde rollen som regionchef för Altum under februari 2022 och har tidigare jobbat som bl.a. försäljningschef på PC Glass AB och projekt- och försäljningsansvarig på Hamerglass AB.

Aktieinnehav: Patrik äger inga aktier i Transfer.



Mathias Svedlund, VD för Sensec

Mathias är såväl utbildad ingenjör som företagsekonom från Uppsala Universitet och har en lång erfarenhet inom Sensec-koncernen. Mathias arbetade på Sensec mellan åren 2006-2018 och kom tillbaka som VD under 2021, däremellan arbetade han som etablerings- och försäljningsansvarig samt kontorschef på Licab East AB.

Aktieinnehav: Mathias äger 28 110 aktier i Transfer.

LEDNING & STYRELSE



Jens Klevengård, Försäljningschef

Jens har en kandidatexamen inom Data & Systemvetenskap från Stockholms Universitet och har en gedigen erfarenhet samt ett gott renommé från säkerhetsbranschen. Under de senaste sex åren har han varit anställd hos CSG som affärsutvecklare och försäljningschef och dessförinnan var han anställd som Account Manager hos SSF Stöldskyddsföreningen och STANLEY Security Sverige AB.

Aktieinnehav: Jens äger inga aktier i Transfer.



Mats Holmberg, Styrelseordförande och grundare av Transfer Group

Mats Holmberg har över 30 års erfarenhet av företagsgrundande och entreprenörskap. Mats är en visionär och entreprenör som arbetar aktivt i såväl noterade som onoterade bolag. Mats är sitter i styrelsen som antingen ordförande eller ledamot i samtliga dotterbolag i Transferkoncernen samt även i Inceasor Tech Invest AB och Soft Telecom Sweden.

Aktieinnehav: Mats äger 71 306 236 aktier i Transfer privat och genom bolaget Des Mond AB.



Petra Karlsson, Styrelseledamot

Petra är utbildad civilekonom från Stockholms universitet och har under sitt yrkesliv haft flera olika chefsroller, bl.a. VD för Sundbybergs Stadshus AB, tf VD för Telge Hovsjö och Ekonomichef för Sundbyberg stad. För närvarande är Petra VD för Fastighets AB Förvaltaren sedan januari 2016.

Aktieinnehav: Petra äger inga aktier i Transfer.



Geir Remman, Styrelseledamot

Geir innehar en tidigare utbildning inom krigs- och Stabskola i Norges försvarsmakt, vidare har Geir i tidigare uppdrag varit officer i Norges försvarsmakt i 18 nationella och internationella befattningar. Geir är för närvarande styrelseordförande i Last Mile Solutions AB och är därtill styrelseledamot, utöver i Transfer, i bl.a Bertel O.Steen Power Solutions AS samt styrelseledamot och VD för Bertel O.Steen Industri AS.

Aktieinnehav: Geir äger inga aktier i Transfer.



Anders Lennerman, Styrelseledamot

Anders är utbildad kriminolog från Stockholms universitet och har i sitt tidigare yrkesliv bl.a varit polis vid Polismyndigheten i Stockholm, säkerhetschef på Stockholm Arlanda Airport och säkerhetsdirektör på Swedavia. Utöver hans styrelseledamotsroll på Transfer är Anders Senior Security Advisor för Fabega AB och I-Sec International B.V.

Aktieinnehav: Anders äger 21 047 aktier i Transfer.

APPENDIX

Prognoser	Transfer Group	Securitas	Nordic Level Group	Tempest Security	TCECUR ¹	Genomsnitt, peers
CAGR 2022-2024	15,2%	9,4%	11,0%	20,3%	14,9%	13,9%
EBITDA-tillväxt 2022-2024 (årlig)	57,9%	13,4%	70,3% ²	95,4%	23,7%	50,7%
EBITDA-marginal						
LTM	-2,1%	7,1%	-7,7%	4,0%	10,1%	3,4%
2021	2,8%	7,5%	-2,8%	2,0%	9,7%	4,1%
2022E	-1,0%	7,7%	2,5%	6,9%	10,7%	7,0%
2023E	5,4%	8,0%	5,0%	7,9%	10,0%	7,7%
2024E	7,3%	8,4%	5,8%	8,6%	10,0%	8,2%

¹ Prognoser för TCECUR finns tillgängliga fram till 2022, därefter har bolagets finansiella mål tillämpats.

² Avser perioden 2023-2024 med 2022 som startår givet att EBITDA för år 2021 var negativt.

Base scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	14,2	15,3	305,3	362,4	416,7	466,7
Aktiverat arbete				2,6	2,6	2,6
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,8	2,7	4,8	3,6	4,1
Totala intäkter	14,3	16,1	307,9	369,8	422,9	473,4
Försäljningskostnader (KSV)	-2,6	-4,9	-66,8	-83,3	-99,4	-116,8
Bruttoresultat	11,7	11,1	241,1	286,5	323,5	356,6
Bruttomarginal	81,6%	69,2%	78,3%	77,0%	76,1%	75,0%
Övriga externa kostnader	-10,6	-10,9	-40,4	-41,5	-44,8	-46,3
Personalkostnader	-6,0	-9,2	-191,8	-246,2	-253,8	-273,6
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,3	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	-4,9	-9,0	8,7	-1,4	24,9	36,7
EBITDA-marginal	-34,5%	-58,6%	2,8%	-0,4%	6,0%	7,9%
Justerad EBITDA	-4,9	-9,0	8,7	-3,6	22,4	34,1
Justerad EBITDA-marginal	-34,5%	-58,6%	2,8%	-1,0%	5,4%	7,3%
Av- och nedskrivningar	-3,0	-3,5	-19,1	-21,8	-21,8	-21,8
EBIT	-7,9	-12,4	-10,5	-23,2	3,2	14,9
EBIT-marginal	-55,5%	-81,3%	-3,4%	-6,4%	0,8%	3,2%
Bull scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	14,2	15,3	305,3	375,5	447,0	527,9
Aktiverat arbete				2,6	2,6	2,6
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,8	2,7	4,8	3,9	4,6
Totala intäkter	14,3	16,1	307,9	382,9	453,5	535,1
Försäljningskostnader (KSV)	-2,6	-4,9	-66,8	-87,4	-109,7	-132,9
Bruttoresultat	11,7	11,1	241,1	295,5	343,8	402,1
Bruttomarginal	81,6%	69,2%	78,3%	76,7%	75,5%	74,8%
Övriga externa kostnader	-10,6	-10,9	-40,4	-42,7	-46,5	-53,5
Personalkostnader	-6,0	-9,2	-191,8	-250,4	-266,2	-300,9
Övriga rörelsekostnader			-0,3	-0,2	0,0	0,0
EBITDA	-4,9	-9,0	8,7	2,2	31,0	47,7
EBITDA-marginal	-34,5%	-58,6%	2,8%	0,6%	6,9%	9,0%
Justerad EBITDA	-4,9	-9,0	8,7	0,0	28,5	45,1
Justerad EBITDA-marginal	-34,5%	-58,6%	2,8%	0,0%	6,4%	8,5%
Av- och nedskrivningar	-3,0	-3,5	-19,1	-21,8	-21,8	-21,9
EBIT	-7,9	-12,4	-10,5	-19,6	9,3	25,8
EBIT-marginal	-55,5%	-81,3%	-3,4%	-5,1%	2,0%	4,8%

APPENDIX

Bear scenario (MSEK)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	14,2	15,3	305,3	341,2	375,8	406,0
Aktiverat arbete				2,6	2,6	2,6
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,8	2,7	4,8	3,3	3,5
Totala intäkter	14,3	16,1	307,9	348,7	381,6	412,1
Försäljningskostnader (KSV)	-2,6	-4,9	-66,8	-78,7	-87,3	-95,9
Bruttoresultat	11,7	11,1	241,1	269,9	294,3	316,2
Bruttomarginal	81,6%	69,2%	78,3%	76,9%	76,8%	76,4%
Övriga externa kostnader	-10,6	-10,9	-40,4	-40,7	-42,9	-45,2
Personalkostnader	-6,0	-9,2	-191,8	-239,6	-245,9	-255,5
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,3	0,0	0,0	0,0
EBITDA	-4,9	-9,0	8,7	-10,3	5,5	15,5
EBITDA-marginal	-34,5%	-58,6%	2,8%	-3,0%	1,5%	3,8%
Justerad EBITDA	-4,9	-9,0	8,7	-12,9	2,9	12,9
Justerad EBITDA-marginal	-34,5%	-58,6%	2,8%	-3,8%	0,8%	3,2%
Av- och nedskrivningar	-3,0	-3,5	-19,1	-21,8	-21,8	-21,9
EBIT	-7,9	-12,4	-10,5	-32,1	-16,3	-6,3
EBIT-marginal	-55,5%	-81,3%	-3,4%	-9,2%	-4,3%	-1,5%

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: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 **Transfer Group 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.

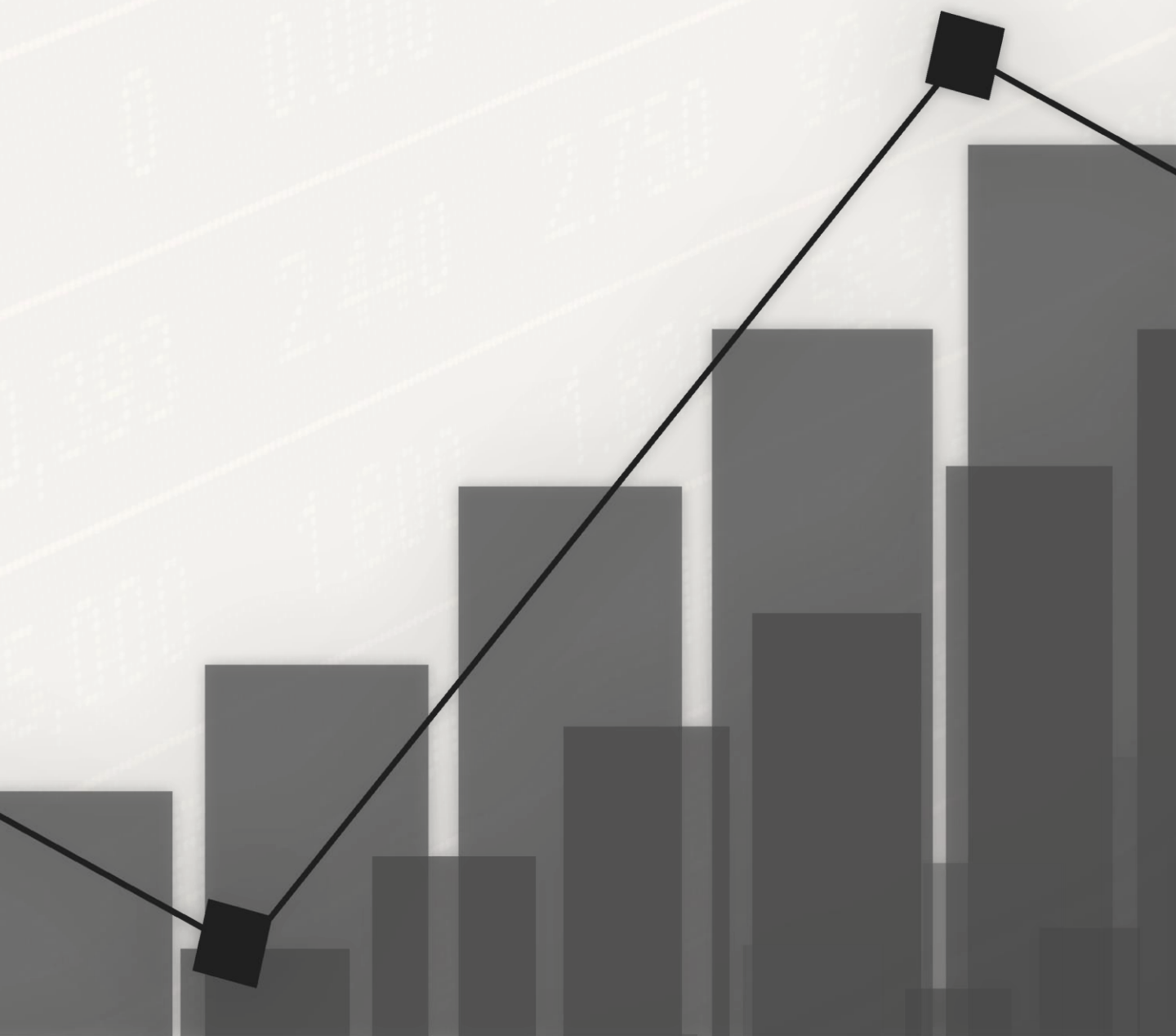
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm