

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## TRANSFER GROUP

*Värdeskapande transformation*

2022-03-23

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 b.l.a. uniformerad bevakning och skalskydd, till digitala lösningar via affärsområdet sectech genom exempelvis alarm- och övervakningssystem, 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     |
| Investeringsidé    | 5     |
| Bolagsbeskrivning  | 6-7   |
| Marknadsanalys     | 8-9   |
| Finansiell prognos | 10-13 |
| Värdering          | 14-15 |
| Bull & Bear        | 16    |
| Ledning & Styrelse | 17-18 |
| Appendix           | 19-20 |
| Disclaimer         | 21    |

## 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 valt 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

6 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 december 2021 uppgick kassan till ca 23,4 MSEK, samtidigt som de räntebärande skulderna motsvarade ca 51,7 MSEK. Givet att samtliga dotterbolag inom koncernen har bevisat att de kan leverera lönsamhet, där b.l.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 Group 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 växa 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 362,4 MSEK år 2022, med ett justerat EBITDA-resultat om 20,6 MSEK. Givet tillämpad EV/EBITDA-multipel Analyst Group ett motiverat värde per aktie om 0,89 kr på 2022 års prognos.

#### ▪ Fokus på att leverera helhetslösningar

Fusionen med Sencor medför inte enbart ett mer heltäckande erbjudande av säkerhetslösningar, utan möjliggör även stora korsförsäljningsmöjligheter samt bearbetning av såväl befintliga som nya marknader. Fusionen lägger således en solidare grund för en starkare, mer uthållig, organisk tillväxt, samtidigt som flertalet organisatoriska synergier kan utvinnas, vilket medför ökad lönsamhet. Med en större bredd i produkt-erbjudandet blir Transfer en attraktivare aktör på marknaden och än mer konjunkturresistent, vilket möjliggör en uthållig lönsam tillväxt.

#### ▪ Affärsområdet sectech medför ökad potential

Genom att kombinera säkerhet- och mjukvaruteknologi via affärsområdet sectech, vilken inkluderar mjukvarulösningarna Amigo Tools, BRAINS och Alerty, ges Transfer ett bättre utgångsläge för att stärka koncernens tillväxt- och lönsamhetsutsikter avsevärt framgent. Affärsområdet öppnar även dörren för vidare expansion utanför Norden och ut i Europa givet mjukvarans gränslöshet samt skalbarhet.

#### ▪ Marknad under stark tillväxt

Säkerhetsmarknaden är dynamisk och likt flertalet andra industrier som genomgår en omfattande digitalisering, vilken har påskyndats av pandemin, är säkerhetsmarknaden inget undantag. Samtidigt läggs ett större fokus på preventiva åtgärder för att bekämpa brott och hot, varför efterfrågan av säkerhetslösningar, tillika uniformerad bevakning, ökar. Med ett ben inom Tech och ett inom bevakning samt säkerhetslösningar, står Transfer väl rustade för att kapitalisera på denna växande marknad.

#### ▪ Fler förvärv är att vänta

Säkerhet- och bevakningsbranschen är fragmenterad och bara i Sverige finns ca 850 företag med olika typer av auktorisation, men trots det dominerar marknaden av ett fåtal aktörer. Liknande mönster återfinns inom såväl den nordiska marknaden som den globala, vilket möjliggör konsolidering av mindre aktörer för att vinna marknadsandelar, och Transfer ämnar tillvarata på rådande marknadsmöjligheter.

AKTIEKURS | 0,62 kr

VÄRDERINGSINTERVALL: 2022 ÅRS PROGNOSEN

BEAR  
0,53 kr

BASE  
0,89 kr

BULL  
1,26 kr

| TRANSFER GROUP                              |                      |        |                   |                   |       |       |
|---|----------------------|--------|-------------------|-------------------|-------|-------|
| Senast betalt (2022-03-22)                  | 0,62                 |        |                   |                   |       |       |
| Antal Aktier (st.)                          | 222 718 568          |        |                   |                   |       |       |
| Market Cap (MSEK)                           | 137,2                |        |                   |                   |       |       |
| Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)               | 28,4                 |        |                   |                   |       |       |
| Enterprise Value (MSEK)                     | 165,6                |        |                   |                   |       |       |
| V.52 prisintervall (SEK)                    | 1,94-0,48            |        |                   |                   |       |       |
| Lista                                       | NGM Nordic SME       |        |                   |                   |       |       |
| UTVECKLING                                  |                      |        |                   |                   |       |       |
| 1 månad                                     | 7,3 %                |        |                   |                   |       |       |
| 3 månader                                   | -15,9 %              |        |                   |                   |       |       |
| 1 år  | n.a.                 |        |                   |                   |       |       |
| YTD   | -13,7 %              |        |                   |                   |       |       |
| HUVUDÄGARE: HOLDINGS, VERIFIERAT 2021-12-31 |                      |        |                   |                   |       |       |
| Des Mond AB (Mats Holmberg)                 | 32,2 %               |        |                   |                   |       |       |
| Michael Pettersson                          | 4,9 %                |        |                   |                   |       |       |
| Anora Holding AB                            | 3,2 %                |        |                   |                   |       |       |
| Aggregate Media                             | 2,8 %                |        |                   |                   |       |       |
| Magnus Ahde AB (Magnus Ahde)                | 2,5 %                |        |                   |                   |       |       |
| VD OCH ORDFÖRANDE                           |                      |        |                   |                   |       |       |
| Verkställande Direktör                      | Pernilla Jennessäter |        |                   |                   |       |       |
| Styrelseordförande                          | Mats Holmberg        |        |                   |                   |       |       |
| FINANSIELL KALENDER                         |                      |        |                   |                   |       |       |
| Delårsrapport 1                             | 2022-05-13           |        |                   |                   |       |       |
| PROGNOS (BASE), MSEK                        | 2019                 | 2020   | 2021 <sup>1</sup> | 2022E             | 2023E | 2024E |
| Nettoomsättning                             | 14,2                 | 15,3   | 305,3             | 362,4             | 405,8 | 446,4 |
| Omsättningstillväxt                         | n.a.                 | 7,9%   | 2055,0%           | 18,7%             | 12,0% | 10,0% |
| Bruttoresultat                              | 11,7                 | 11,1   | 241,1             | 269,1             | 306,5 | 339,6 |
| Bruttomarginal                              | 81,6%                | 69,2%  | 78,3%             | 73,6%             | 74,9% | 75,4% |
| EBITDA                                      | -4,9                 | -9,0   | 8,7               | 20,6 <sup>2</sup> | 29,2  | 36,6  |
| EBITDA-marginal                             | -34,5%               | -58,6% | 2,8%              | 5,7% <sup>2</sup> | 7,2%  | 8,2%  |
| P/S   | 9,7                  | 9,0    | 0,4               | 0,4               | 0,3   | 0,3   |
| EV/S  | 11,7                 | 10,8   | 0,5               | 0,5               | 0,4   | 0,4   |
| EV/EBITDA                                   | neg.                 | neg.   | 19,1              | 8,0               | 5,7   | 4,5   |

<sup>1</sup> Proforma, visar vad Transferkoncernen hade omsatt under 2021 om Sencor var konsoliderat i koncernen. Vidare har Transfer förvärvat b.l.a. CSG under 2021, vilka bidrar avsevärt till den markanta omsättningsökningen Y-Y.

<sup>2</sup> Justerat EBITDA, exkl estimerade engångskostnader om 5 MSEK under år 2022.

# INVESTERINGSIDÉ

## Efterfrågan på säkerhet ökar

Under det senaste decenniet har brottsutvecklingen i Sverige försämrats, 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 b.a.l. 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**

**20,6 MSEK  
EBITDA ÅR  
2022E**

**OMFÖR-  
HANDLINGAR  
UTGÖR EN  
RISK**

## 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 år 2020. Detta, i kombination med ett bredare produkterbjudande 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, b.l.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 2022 omsätta ca 362,4 MSEK med ett justerat EBITDA-resultat om 20,6 MSEK. Analyst Group ser ett motiverat värde i Transfer om 0,89 kr per aktie på 2022 års prognos, härlett från en relativvärdering av jämförbara bolag inom säkerhetsbranschen, och EV/EBITDA 11x 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 produkterbjudande efter fusionen som medför en högre konjunkturresistens.



# BOLAGSBESKRIVNING

## TRANSFER GROUP

VD Pernilla Jennesäter

| (2021)     | (MSEK)             |
|------------|--------------------|
| Omsättning | 305,3 <sup>1</sup> |
| EBITDA     | 8,7 <sup>1</sup>   |

<sup>1</sup> Inkl Sensec

## sensec

VD Mathias Svedlund

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

**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 2020 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

**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 tre affärsområden; Check Points (inre säkerhetsskydd, på b.l.a. flygplatser), Perimeter Protection (yttre säkerhetsskydd och skalskydd), och Automation (styrsystem för bagage-utrymmen 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 fördelar<sup>1</sup>. Ovan nämnda affärsområden understöds av Bolagets eftermarknadsavdelningar, Service och Utbildning, vilka medför viktig merförsäljning och stärker produkterbjudandet.

### <sup>1</sup> BRAINS

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

## ALTUM SECURITY AB

VD Pernilla Jennesäter

| (2021)     | (MSEK) |
|------------|--------|
| Omsättning | n.a    |
| EBIT       | n.a    |

**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 6,6 MSEK under Q4-21 med ett EBITDA-resultat om 1 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 Tools<sup>1</sup> 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 Alerty<sup>2</sup> som vidgar produkterbjudandet inom personlarm.



VD Mika Andersson

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

### <sup>1</sup> 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 givet systemets anpassningsbarhet, och under Q4-21 mottog Amigo en strategisk order från rederinäringen, där kunden ämnar använda Amigo Tools för säkerhetsronderingar på alla deras fartyg samt för positionering av fartyget.



Hög marginal



Adaptiv



Skalbar

### <sup>2</sup> 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, b.l.a. genom korsförsäljning, samt ökad lönsamhet.

Alerty



Skapar synergier

Stärker produkterbjudandet

Är gränslös

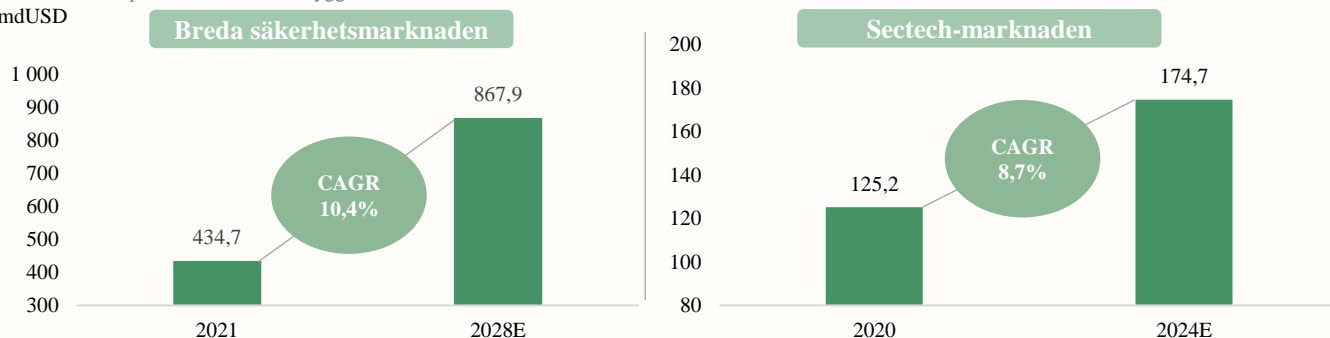
# MARKNADSANALYS

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 lösning-ar 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



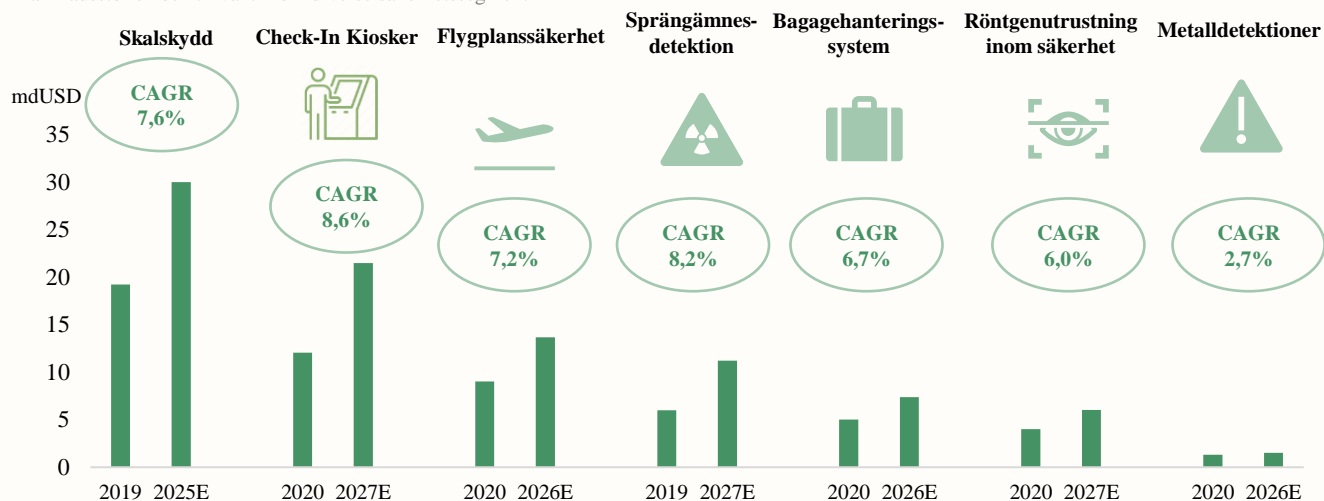
Källa: Fortune Business Insights, 2021, Statista 2020

## 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 b.l.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

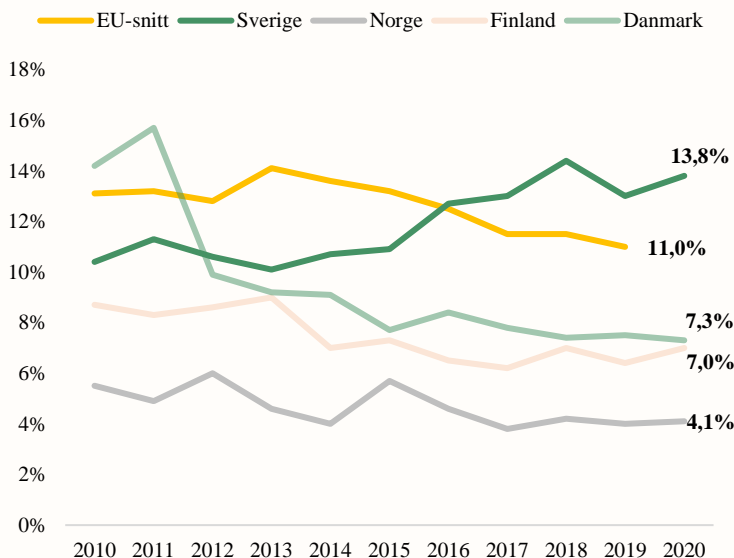
## Brottsutvecklingen i Sverige är i en negativ trend – ökad efterfrågan av säkerhetstjänster

Pandemin har, likt för flertalet andra branscher, haft en påverkande faktor på den svenska säkerhetsbranschen. Medan antalet anställda inom sektor 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.

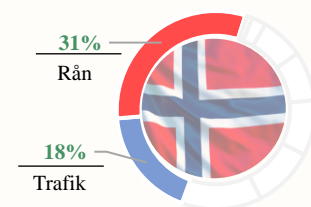
### Efterfrågan på säkerhetstjänster ökar i Sverige, i linje med populationens upplevelser och rädsla för brott.

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



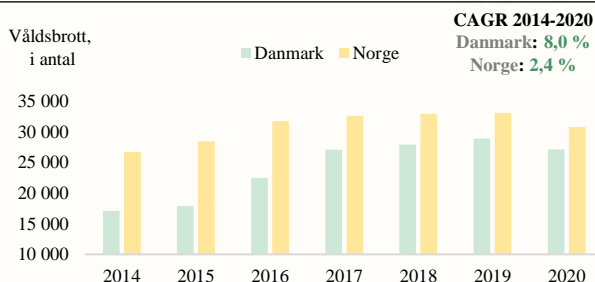
Källa: Eurostat, 2020

### 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, b.l.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

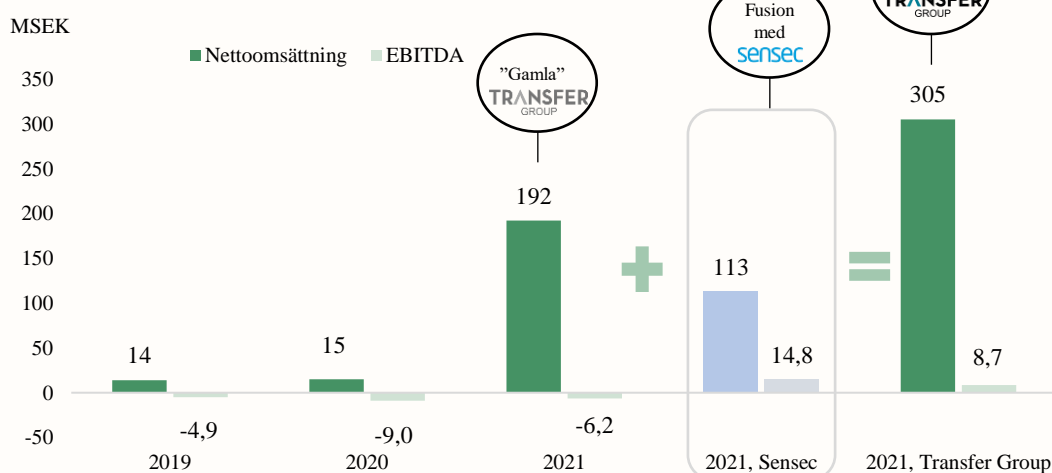
Transfer Group noterades den 30 augusti 2021 och bestod vid utgången av 2020 primärt av Amigo Alarm, men även av ett antal andra bolag som tidigare startats eller förvärvats men som idag inte har någon verksamhet, varför dessa antingen ska avvecklas eller fusioneras in i Bolaget. Under Q1-21 förvärvade Transfer bevakningsbolaget CSG, vilket förklarar den markanta omsättningsökning som uppvisats under 2021 jämfört med tidigare år. Under oktober 2021 meddelades det att Transfer Group och Sensec ämnar fusioneras, där registreringen, tillika genomförandet av fusionen, genomfördes den 18 mars 2022, vilket kommer att få en efterföljande effekt på Transfers räkenskaper. 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.

Med fusionen genomförd 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



Källa: Transfer Group

## <sup>1</sup>Finansiella mål till år 2026

Tillväxt: >20%/år<sup>2</sup>

Öka marginalerna genom stor satsning på sectech

Växa geografiskt, först Norden sedan Europa

<sup>2</sup> Ska nås genom hög organisk tillväxt kompletterat med förvärv.

## Fler förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit

Transfer har som uttalat finansiellt mål<sup>1</sup> 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

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 b.l.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, som inte behöver administrera olika leverantörer utan istället får en komplett lösning från en och samma leverantör. Genom att Transfer kan paketera lösningar, där koncernen erbjuder b.l.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.

**ONE-STOP-  
SHOP  
SKAPAR  
MERVÄRDE**

Transfer Group har idag en stark ställning på den svenska säkerhetsmarknaden, där b.l.a. Sensec är marknadsledande inom nischen Check Points, vari företaget har ungefär 90-95 % av marknaden, 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 Q4-20 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, som stärker koncernens sectech-erbjudande och 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.

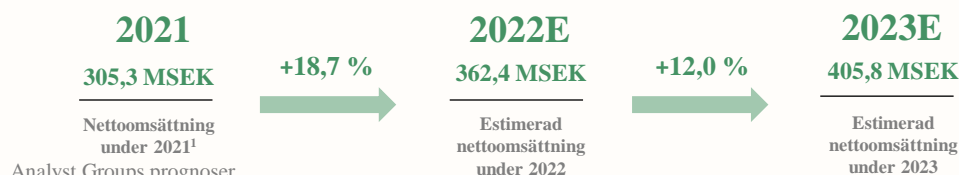
**GEOGRAFISK  
EXPANSION  
ÄR EN  
TYDLIG  
TILLVÄXT-  
DRIVARE...**

Amigo Alarm har uppvisat 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 2021. 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. Korsförsäljningsmöjligheterna inom koncernen, geografisk expansion i korten och fortsatt breddning av produktportföljen är alla faktorer som förväntas bidra till en fortsatt stark omsättningsutveckling för Amigo under prognosperioden.

**...SOM  
UNDERLÄTTAS  
AV SECTECH-  
ERBJUDANDET**

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 säkerhets- och bevakningsbranschen.

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



Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELL PROGNOSES

## 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 2022 estimeras bruttomarginalen understiga år 2021, med anledningen till att övriga dotterbolag, vilka innehar en mix av hård- och mjukvara, förväntas växa starkare än CSG, t.ex. Amigo och Sensec, varför dessa antas utgöra en större andel av den totala omsättningen jämfört med 2021, i takt med geografisk expansion, korsförsäljning och erbjudandet av helhetslösningar. Då korsförsäljningar förväntas bli en tydligt intäktsynergi 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 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 tydligt 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 bruttomarginal i takt med att försäljningen skalas upp mot nya marknader och kunder.

**SECTECH  
MEDFÖR  
ÖKAD  
SKALBARHET**

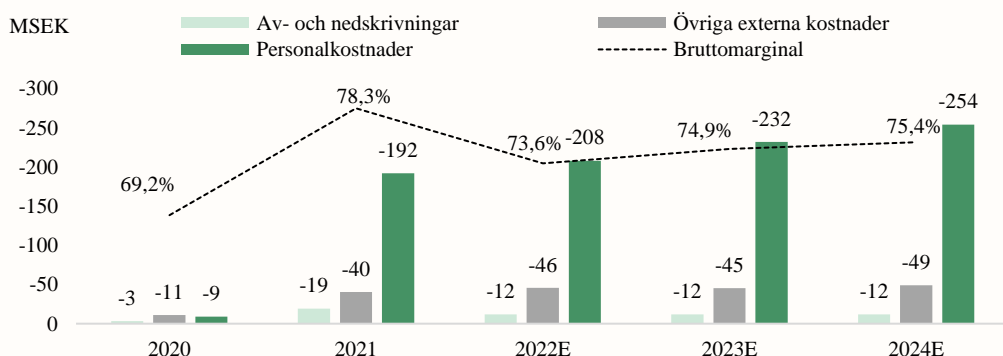
Av Transfers totala kostnadsbas utgör personalkostnader störst andelen på proformabasis, vilka utgjorde ca 63 % av koncernens omsättning under 2021, motsvarande ca 192 MSEK, vilket till stor del förklaras av CSG:s personalkrävande verksamhet. Personalkostnader väntas fortsätta vara den största kostnadsposten 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 57 % 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 overhead-kostnader 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 11 % 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 marginaler stiger succesivt under prognosperioden.

### Personalkostnader väntas fortsätta utgöra störst andel av Bolagets kostnadsbas.

Prognostiserade rörelsekostnader och bruttomarginal, Base scenario



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

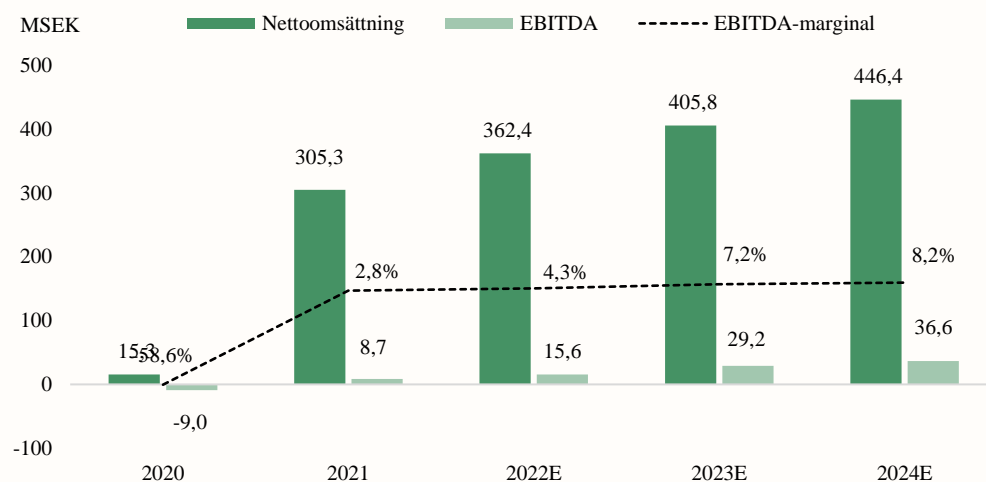
# FINANSIELL PROGNOSS

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-resultat om 20,6 MSEK, vilket ger en EBITDA-marginal om 5,7 %. Vi har i våra prognoser estimerat att engångskostnader kommer att uppstå även under H1-22, likt såsom i Q4-21, hänfört till b.la. byggandet av koncernstruktur och fusionsrelaterade kostnader, i syfte att skapa bättre förutsättningar för koncernen för framtida tillväxt. Dessa engångskostnader har estimerats till 5 MSEK under H1-22, vilka därmed kommer att påverka resultatet negativt kortsiktigt, men är av övergående karaktär.

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.**

Prognostiserade rörelsekostnader och bruttomarginal, Base scenario



Källa: Aanalyst Groups prognoser

| Base scenario (MSEK)        | 2019        | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning             | 14,2        | 15,3         | 305,3        | 362,4        | 405,8        | 446,4        |
| Övriga rörelseintäkter      | 0,1         | 0,8          | 2,7          | 3,1          | 3,5          | 3,9          |
| <b>Totala intäkter</b>      | <b>14,3</b> | <b>16,1</b>  | <b>307,9</b> | <b>365,5</b> | <b>409,4</b> | <b>450,3</b> |
| Försäljningskostnader (KSV) | -2,6        | -4,9         | -66,8        | -96,4        | -102,9       | -110,7       |
| <b>Bruttoresultat</b>       | <b>11,7</b> | <b>11,1</b>  | <b>241,1</b> | <b>269,1</b> | <b>306,5</b> | <b>339,6</b> |
| Bruttomarginal              | 81,6%       | 69,2%        | 78,3%        | 73,6%        | 74,9%        | 75,4%        |
| Övriga externa kostnader    | -10,6       | -10,9        | -40,4        | -45,6        | -45,4        | -49,2        |
| Personalkostnader           | -6,0        | -9,2         | -191,8       | -207,9       | -231,9       | -253,8       |
| Övriga rörelsekostnader     | 0,0         | 0,0          | -0,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>               | <b>-4,9</b> | <b>-9,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>15,6</b>  | <b>29,2</b>  | <b>36,6</b>  |
| EBITDA-marginal             | -34,5%      | -58,6%       | 2,8%         | 4,3%         | 7,2%         | 8,2%         |
| <b>Justerad EBITDA</b>      | <b>-4,9</b> | <b>-9,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>20,6</b>  | <b>29,2</b>  | <b>36,6</b>  |
| Justerad EBITDA-marginal    | -34,5%      | -58,6%       | 2,8%         | 5,7%         | 7,2%         | 8,2%         |
| Av- och nedskrivningar      | -3,0        | -3,5         | -19,1        | -12,0        | -12,0        | -12,0        |
| <b>EBIT</b>                 | <b>-7,9</b> | <b>-12,4</b> | <b>-10,5</b> | <b>3,6</b>   | <b>17,2</b>  | <b>24,6</b>  |
| EBIT-marginal               | -55,5%      | -81,3%       | -3,4%        | 1,0%         | 4,2%         | 5,5%         |



# 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 produktbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktsmodell, marginaler samt till viss del kapitalstruktur.



| Om bolaget | MSEK)   |
|------------|---------|
| Market Cap | 40 522  |
| Omsättning | 106 538 |
| EBITDA     | 7 399   |
| EV/EBITDA  | 7,4     |

**Securitas** är ett välkänt svenskt bolag som ingår i OMXS30 och värderas idag till ca 41 252 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.



| Om bolaget | MSEK) |
|------------|-------|
| Market Cap | 194   |
| Omsättning | 183   |
| EBITDA     | -3    |
| EV/EBITDA  | -16,5 |

**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 %.



| Om bolaget | MSEK) |
|------------|-------|
| Market Cap | 286   |
| Omsättning | 340   |
| EBITDA     | 7     |
| EV/EBITDA  | 43    |

**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

| Om bolaget | MSEK) |
|------------|-------|
| Market Cap | 396   |
| Omsättning | 298   |
| EBITDA     | 29    |
| EV/EBITDA  | 11    |

**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 |                   |
|------------------------|---------------|------------|------------|-------------|------------|-----------------|--------------------|---------------------|--------------------|-----------------|-------------------|
|                        | (MSEK)        | 2022E      | 2023E      | 2022E       | 2023E      | 2022E           | 2023E              | 2022E               | 2023E              | 2022E           | 2023E             |
| <b>Jämförelsebolag</b> |               |            |            |             |            |                 |                    |                     |                    |                 |                   |
| Securitas              | 40 522        | 0,5        | 0,4        | 5,8         | 5,3        | 7,8%            | 8,2%               | 8,4%                | 6,1%               | 16,5%           | 11,0%             |
| Nordic Level Group     | 194           | 0,6        | 0,5        | 17,4        | 12,3       | 3,7%            | 4,7%               | 11,0%               | 10,5%              | n.a.            | 41,7%             |
| Tempest Security       | 286           | 0,6        | 0,5        | 11,7        | 7,6        | 5,7%            | 7,4%               | 32,6%               | 17,7%              | 273,1%          | 54,9%             |
| TCECUR                 | 396           | 1,0        | 0,9        | 10,5        | 9,6        | 10,0%           | 10,0% <sup>2</sup> | 10,3% <sup>1</sup>  | 10,0% <sup>2</sup> | 37,9%           | 9,8% <sup>3</sup> |
| <b>Genomsnitt</b>      | <b>10 349</b> | <b>0,7</b> | <b>0,6</b> | <b>11,4</b> | <b>8,7</b> | <b>6,8%</b>     | <b>7,6%</b>        | <b>15,6%</b>        | <b>11,1%</b>       | <b>109,2%</b>   | <b>29,4%</b>      |
| Median                 | 286           | 0,6        | 0,5        | 11,7        | 7,6        | 5,7%            | 7,4%               | 11,0%               | 10,5%              | 144,8%          | 41,7%             |
| <b>Transfer Group</b>  | <b>137</b>    | <b>0,4</b> | <b>0,4</b> | <b>8,0</b>  | <b>5,7</b> | <b>5,7%</b>     | <b>7,2%</b>        | <b>18,7%</b>        | <b>12,0%</b>       | <b>80,4%</b>    | <b>86,5%</b>      |

<sup>1</sup> Organisk tillväxt utifrån den rapporterade Pro forma-omsättningen 2021.

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

<sup>3</sup> 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 tillväxtutsikterna 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 i en något snabbare takt än genomsnittet under perioden 2022-2024<sup>1</sup>, och samtidigt stärka EBITDA-resultatet i en betydligt högre takt än genomsnittet. Detta väntas vara en effekt av en stark organisk tillväxt givet ett bredare produkterbjudande och pågående geografisk expansion, i kombination med de skalfördelar och kostnadssynergier som en större koncern medför och ökad mjukvaruförsäljning genom Amigo Tools, Alerty och BRAINS, vilka är av högre lönsamhet.

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/EBITDA 43x medan NLG uppvisar en negativ multipel, men estimeras vända till lönsamhet under år 2022. Bådadera väntas, enligt tillgängliga estimat<sup>2</sup>, uppvisa en stark EBITDA-tillväxt, drivet av dels gjorda förvärv under 2021, dels organiskt tillväxt inom de mer lönsamma affärsbenen under prognosperioden. På 2022 års estimat är den genomsnittliga EV/EBITDA-multipel för dessa bolag 14,6x, 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 högre än estimerat för Transfer under samma period. Samma mönster återfinns även gällande den genomsnittliga årliga EBITDA-tillväxten för Tempest och NLG, som dels är betydligt högre än det totala genomsnittet för peer-gruppen, dels något högre än den estimerade EBITDA-tillväxten för Transfer. Vidare väntas Transfer uppvisa en EBITDA-marginal som understiger den totala peer-gruppens genomsnitt, men samtidigt överstiger genomsnittet för Tempest och NLG under åren 2022-2024.

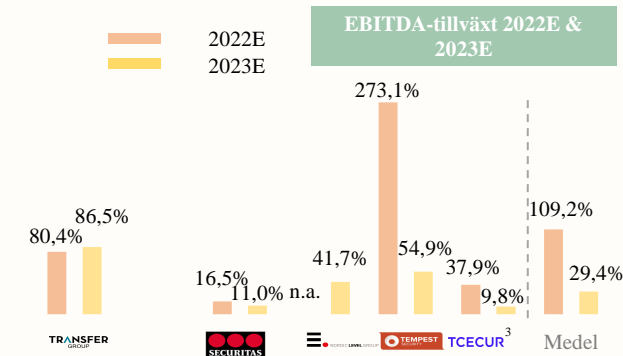
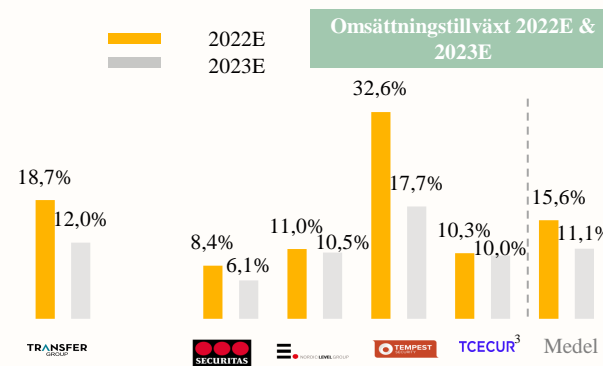
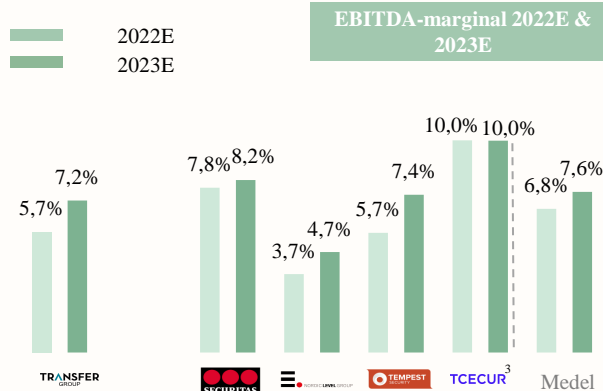
Med hänsyn till att störst likheter med Transfer bedöms finnas hos Tempest och NLG, anser Analyst Group att en större betoning av värderingen bör utgå från hur dessa värderas, varför en EV/EBITDA-multipel om 11x sätts som målmultipel för Transfer Group. Den lägre multipeln motiveras av å ena sidan något svagare tillväxtförväntningar i *top line* och EBITDA, 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 20,6 MSEK för år 2022, motiveras ett *Enterprise Value* om 226,9 MSEK. Efter avdrag av nuvarande nettoskuld ges ett *Market Cap* om 198,5 MSEK, vilket ger ett värde per aktie om 0,89 kr på 2022 års estimat.

<sup>1</sup> Prognoser för perioden 2022-2024 återfinns i appendix

<sup>2</sup> SEB och EPB

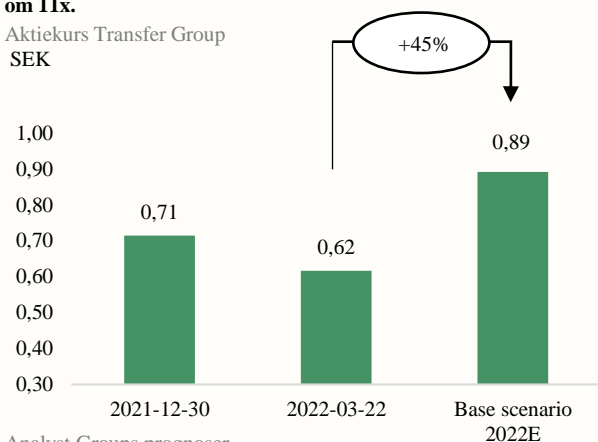
<sup>3</sup> Prognoser för TCECUR finns tillgängliga fram till 2022, därefter har bolagets finansiella mål tillämpats.

## Finansiella estimat för peers 2022-2023



I ett Base Scenario motiveras en aktiekurs om 0,89 kr, givet 2022 års estimerade EBITDA och en applicerad EV/EBITDA-multipel om 11x.

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, och lyckades endast återhämta delar av fallet under 2021, rensat för förvärvet av Sensec Solutions A/S (BOSAS), givet fortsatt ogynnsamt marknadsklimat. I ett Bull scenario väntas en stark återhämtning inom dels flygindustrin, dels överlag inom besöksnäringen, vilka har påverkats hårt av pandemin, något som förväntas resultera i en starkare organisk tillväxt för koncernen framgent, vilka därmed väntas få medvind i införsäljningen av Bolagets helhetstjänster.

I slutet av november 2021 erhöll Transfer Group (CSG) en upphandling för SL i region Stockholm, avseende b.l.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 2022 estimeras en nettoomsättning om 375,5 MSEK med ett justerat EBITDA-resultat om 25,1 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 7,1 %, och med en applicerad målmultiplikation om EV/EBITDA 11,5x motiveras ett värde per aktie om 1,26 kr i ett Bull scenario.

**1,26 KR**  
PER AKTIE  
I ETT BULL  
SCENARIO

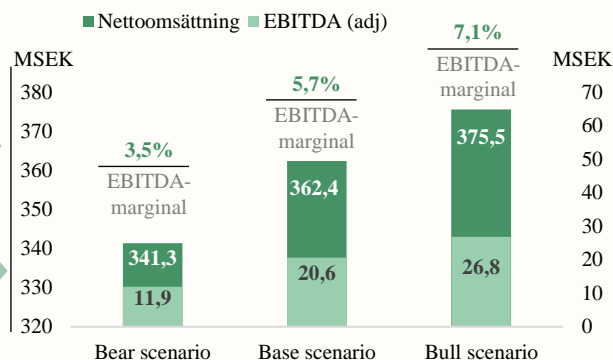
## Bear scenario

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 2022, i kombination med en hård konkurrens inom säkerhets- och bevakningsbranschen. Vidare antas Transfer få svårt att realisera kostnadssynergier, vilket tillsammans med lägre tillväxt hämmar lönsamheten under prognosperioden. Under år 2022 estimeras en nettoomsättning om 341,3 MSEK med ett justerat EBITDA-resultat om 11,9 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 3,5 %, och med en viktad målmultiplikation<sup>1</sup> motiveras ett värde per aktie om 0,53 kr i ett Bear scenario.

**0,53 KR**  
PER AKTIE  
I ETT BEAR  
SCENARIO

### Sammanställning av Bull respektive Bear scenario för gjorda prognoser år 2022.

Aktiekurs i Bull och Bear scenario  
Estimerad nettoomsättning & EBITDA  
år 2022E



Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

<sup>1</sup> EV/EBITDA 9x – vikt: 50 %  
EV/S 0,6x – vikt: 50 %  
Har använts då bolagets operationella hävstång, i ett Bear scenario, inte ännu är helt optimerad givet de flertal förvärv som gjorts och dess efterföljande integrering, i kombination med en lägre estimerad tillväxt.

# LEDNING & STYRELSE



## Pernilla Jennesäter, VD för Transfer Group, VD för Altum Security och styrelseledamot

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

*Aktieinnehav: Pernilla äger 121 521 aktier i Transfer.*



## Behdad Malakan, CFO för Transfer Group

Behdad har en lång erfarenhet av såväl ledande befattningar inom ekonomi och finans, som från säkerhetsbranschen, genom anställningar hos NATO, Nokas samt Norges försvarsmakt. Behdad har en dubbel kandidatexamen i ekonomi/administration samt inom organisation/ledarskap från Högskolan i Lillehammer. Han har även en masterexamen i ekonomi och administration från Handelshögskolan vid NMBU. Behdad kommer närmast från Sensecs dotterbolag Sensec Solutions A/S, och kommer ha en kombinerad anställningsform där han kommer att arbeta 50 % i rollen som CFO för Transfer och 50 % som Senior Controller för Sensec Solutions A/S.

*Aktieinnehav: Behdad 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 1 170 064 aktier i Transfer privat och genom bolag.*



## Patrik Olsson, Regionchef för Altum Security i områdena Syd/väst

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

---



## 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 71 751 738 aktier i Transfer privat och genom bolaget Des Mond AB.*



## Anna Frick, Styrelseledamot

Anna Frick är utbildad civilekonom och har över 20 års erfarenhet som marknadsansvarig och konsult inom kommunikation, strategi och digital omställning, såväl nationellt som internationellt. Anna sitter för närvarande som ledamot i flertalet publika bolag såsom Fortnox, Leo Vegas, Cell Impact och Med Help Care.

*Aktieinnehav: Anna äger 58 000 aktier i Transfer genom närstående.*



## Per Nordberg Styrelseledamot

Per Nordberg har bred och djup erfarenhet av svenskt och internationellt näringsliv, från såväl noterade som onoterade bolag inom energi, verkstadsindustrin, finansbranschen och läkemedelsbranschen. Per har aktivt genomfört ett stort antal företagsutvecklingar.

*Aktieinnehav: Per äger inga aktier i Transfer.*



# APPENDIX

| Prognoser                         | Transfer Group | Securitas | Nordic Level Group | Tempest Security | TCECUR <sup>1</sup> | Genomsnitt, peers |
|-----------------------------------|----------------|-----------|--------------------|------------------|---------------------|-------------------|
| CAGR 2022-2024                    | 13,5%          | 6,2%      | 11,0%              | 17,3%            | 10,1%               | 11,1%             |
| EBITDA-tillväxt 2022-2024 (årlig) | 61,7%          | 11,8%     | 35,4% <sup>2</sup> | 94,1%            | 18,6%               | 40,0%             |
| <b>EBITDA-marginal</b>            |                |           |                    |                  |                     |                   |
| LTM                               | 2,8%           | 6,9%      | -2,8%              | 2,0%             | 9,7%                | 3,9%              |
| 2021                              | 2,8%           | 7,2%      | -2,8%              | 2,0%             | 9,7%                | 4,0%              |
| 2022E                             | 5,7%           | 7,8%      | 3,7%               | 5,7%             | 10,0%               | 6,8%              |
| 2023E                             | 6,8%           | 8,2%      | 4,6%               | 7,4%             | 10,0%               | 7,5%              |
| 2024E                             | 8,0%           | 8,5%      | 5,5%               | 8,4%             | 10,0%               | 8,1%              |

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

<sup>2</sup> 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        | 405,8        | 446,4        |
| Övriga rörelseintäkter      | 0,1         | 0,8          | 2,7          | 3,1          | 3,5          | 3,9          |
| <b>Totala intäkter</b>      | <b>14,3</b> | <b>16,1</b>  | <b>307,9</b> | <b>365,5</b> | <b>409,4</b> | <b>450,3</b> |
| Försäljningskostnader (KSV) | -2,6        | -4,9         | -66,8        | -96,4        | -102,9       | -110,7       |
| <b>Bruttoresultat</b>       | <b>11,7</b> | <b>11,1</b>  | <b>241,1</b> | <b>269,1</b> | <b>306,5</b> | <b>339,6</b> |
| Bruttomarginal              | 81,6%       | 69,2%        | 78,3%        | 73,6%        | 74,9%        | 75,4%        |
| Övriga externa kostnader    | -10,6       | -10,9        | -40,4        | -45,6        | -45,4        | -49,2        |
| Personalkostnader           | -6,0        | -9,2         | -191,8       | -207,9       | -231,9       | -253,8       |
| Övriga rörelsekostnader     | 0,0         | 0,0          | -0,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>               | <b>-4,9</b> | <b>-9,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>15,6</b>  | <b>29,2</b>  | <b>36,6</b>  |
| EBITDA-marginal             | -34,5%      | -58,6%       | 2,8%         | 4,3%         | 7,2%         | 8,2%         |
| <b>Justerad EBITDA</b>      | <b>-4,9</b> | <b>-9,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>20,6</b>  | <b>29,2</b>  | <b>36,6</b>  |
| Justerad EBITDA-marginal    | -34,5%      | -58,6%       | 2,8%         | 5,7%         | 7,2%         | 8,2%         |
| Av- och nedskrivningar      | -3,0        | -3,5         | -19,1        | -12,0        | -12,0        | -12,0        |
| <b>EBIT</b>                 | <b>-7,9</b> | <b>-12,4</b> | <b>-10,5</b> | <b>3,6</b>   | <b>17,2</b>  | <b>24,6</b>  |
| EBIT-marginal               | -55,5%      | -81,3%       | -3,4%        | 1,0%         | 4,2%         | 5,5%         |

| Bull scenario (MSEK)        | 2019        | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning             | 14,2        | 15,3         | 305,3        | 375,5        | 435,6        | 504,8        |
| Övriga rörelseintäkter      | 0,1         | 0,8          | 2,7          | 3,3          | 3,8          | 4,4          |
| <b>Totala intäkter</b>      | <b>14,3</b> | <b>16,1</b>  | <b>307,9</b> | <b>378,8</b> | <b>439,4</b> | <b>509,2</b> |
| Försäljningskostnader (KSV) | -2,6        | -4,9         | -66,8        | -94,0        | -100,6       | -113,8       |
| <b>Bruttoresultat</b>       | <b>11,7</b> | <b>11,1</b>  | <b>241,1</b> | <b>284,8</b> | <b>338,8</b> | <b>395,5</b> |
| Bruttomarginal              | 81,6%       | 69,2%        | 78,3%        | 75,2%        | 77,1%        | 77,7%        |
| Övriga externa kostnader    | -10,6       | -10,9        | -40,4        | -46,8        | -47,5        | -54,4        |
| Personalkostnader           | -6,0        | -9,2         | -191,8       | -216,2       | -247,7       | -285,9       |
| Övriga rörelsekostnader     | 0,0         | 0,0          | -0,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>               | <b>-4,9</b> | <b>-9,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>21,8</b>  | <b>43,6</b>  | <b>55,2</b>  |
| EBITDA-marginal             | -34,5%      | -58,6%       | 2,8%         | 5,8%         | 10,0%        | 10,9%        |
| <b>Justerad EBITDA</b>      | <b>-4,9</b> | <b>-9,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>26,8</b>  | <b>43,6</b>  | <b>55,2</b>  |
| Justerad EBITDA-marginal    | -34,5%      | -58,6%       | 2,8%         | 7,1%         | 10,0%        | 10,9%        |
| Av- och nedskrivningar      | -3,0        | -3,5         | -19,1        | -12,0        | -12,0        | -12,0        |
| <b>EBIT</b>                 | <b>-7,9</b> | <b>-12,4</b> | <b>-10,5</b> | <b>9,8</b>   | <b>31,6</b>  | <b>43,2</b>  |
| EBIT-marginal               | -55,5%      | -81,3%       | -3,4%        | 2,6%         | 7,2%         | 8,5%         |

# APPENDIX

| Bear scenario (MSEK)        | 2019        | 2020         | 2021         | 2022E        | 2023E        | 2024E        |
|-----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                             | 14,2        | 15,3         | 305,3        | 341,3        | 369,3        | 395,1        |
| Övriga rörelseintäkter      | 0,1         | 0,8          | 2,7          | 3,0          | 3,2          | 3,4          |
| <b>Totala intäkter</b>      | <b>14,3</b> | <b>16,1</b>  | <b>307,9</b> | <b>344,3</b> | <b>372,5</b> | <b>398,6</b> |
| Försäljningskostnader (KSV) | -2,6        | -4,9         | -66,8        | -91,8        | -108,0       | -118,0       |
| <b>Bruttoresultat</b>       | <b>11,7</b> | <b>11,1</b>  | <b>241,1</b> | <b>252,4</b> | <b>264,5</b> | <b>280,6</b> |
| Bruttomarginal              | 81,6%       | 69,2%        | 78,3%        | 73,3%        | 71,0%        | 70,4%        |
| Övriga externa kostnader    | -10,6       | -10,9        | -40,4        | -46,8        | -44,5        | -46,5        |
| Personalkostnader           | -6,0        | -9,2         | -191,8       | -198,8       | -204,0       | -215,9       |
| Övriga rörelsekostnader     | 0,0         | 0,0          | -0,3         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>EBITDA</b>               | <b>-4,9</b> | <b>-9,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>6,9</b>   | <b>16,0</b>  | <b>18,2</b>  |
| EBITDA-marginal             | -34,5%      | -58,6%       | 2,8%         | 2,0%         | 4,3%         | 4,6%         |
| <b>Justerad EBITDA</b>      | <b>-4,9</b> | <b>-9,0</b>  | <b>8,7</b>   | <b>11,9</b>  | <b>16,0</b>  | <b>18,2</b>  |
| Justerad EBITDA-marginal    | -34,5%      | -58,6%       | 2,8%         | 3,5%         | 4,3%         | 4,6%         |
| Av- och nedskrivningar      | -3,0        | -3,5         | -19,1        | -12,0        | -12,0        | -12,0        |
| <b>EBIT</b>                 | <b>-7,9</b> | <b>-12,4</b> | <b>-10,5</b> | <b>-5,1</b>  | <b>4,0</b>   | <b>6,2</b>   |
| EBIT-marginal               | -55,5%      | -81,3%       | -3,4%        | -1,5%        | 1,1%         | 1,6%         |

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: <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.

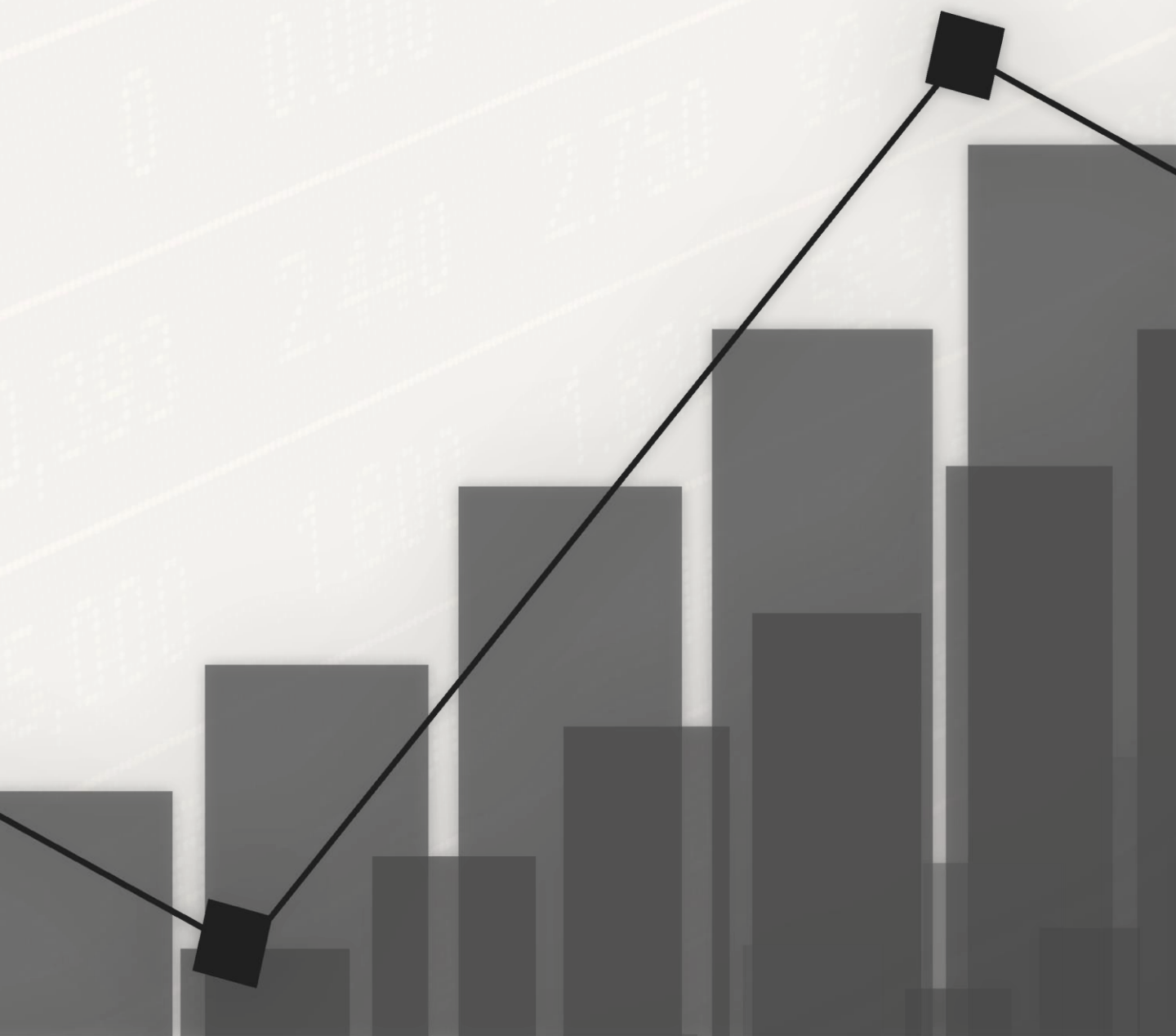
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## 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](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm