



# Analysguiden - Uppdragsanalys

3 mars 2020

Tempest Security

Tillväxten accelererar

# Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Analys	3
Värdering	5
Om bolaget	8

# Tillväxten accelererar

**Tempest Security avslutar 2019 med en imponerande omsättningstillväxt. Med högre intäkter från lönsamma verksamhetsområden ser vi fortsatt köpläge i aktien. Vi höjer motiverat värde till 35 kronor per aktie.**

För helåret 2019 redovisade Tempest Security en nettoomsättning om 287 miljoner kronor, motsvarande en organisk tillväxt om höga 29 procent. Utfallet något över våra förväntningar. Under det fjärde kvartalet ökade bolagets omsättning med höga 39 procent där samtliga fem verksamhetsområden bidrog.

Under fjärde kvartalet förbättrades säkerhetskoncernens rörelseresultat före av- och nedskrivningar (EBITDA) markant och summeras till minus 1,3 miljoner kronor, upp från minus 4,9 miljoner året innan. För helåret 2019 blev utfallet minus 9,9 miljoner kronor, vilket är en förbättring med ungefär 50 procent mot året innan. Bolaget fortsätter bevisa att verksamheten är på väg mot positivt nettoresultat under innevarande år, 2020.

Vi bedömer att Tempest överträffade våra förväntningar under andra halvåret 2019, bolagets förmåga att generera en hög lönsamhet till kraftigt förbättrade marginaler värderar vi högt och en central del i att bolaget ska nå våra prognoser under 2020 och 2021. Vi väljer att justera upp våra prognoser en aning för 2020, främst relaterat till bolagets lönsamhet. Vårt motiverade värde för bolagets aktie höjs till 35 kronor.

Utfall och prognoser	2019	2020	2021
Intäkter, MSEK	287	361	437
Ebitda, MSEK	-10	12	26
Ebitda marginal, %	-3,5%	3,2%	6%
Vinst per aktie, Kr	-3	0,61	1,75
P/e	-	44x	15x

Datum: 3 mars 2020  
Analytiker: Jonatan Andersson, Aktiespararna

Företagsnamn: Tempest Security AB  
Lista: Nasdaq First North  
Vd: Andrew Spry  
Styrelseordförande: Anders Laurin  
Marknadsvärde: 250 MSEK  
Senast: 27:00 (28 feb 2020)  
Kort om bolaget: Tempest Security är en säkerhetskoncern som agerar som helhetsleverantör av säkerhetstjänster till både den privata-och offentliga sektorn.

Möjligheter och styrkor: Genom att vara en helhetsleverantör av säkerhetstjänster har Tempest Security ett konkurrenskraftigt erbjudande som lägger grunden för fortsatt tillväxt. Lyckas man exekvera på sina tillgångar och lönsamma affärsområden finns en betydande potential till lönsamhetsförbättring.

Bolaget verkar inom en konjunkturokänslig sektor som står sig stark oavsett ekonomiska konjunkturer.

Risker och svagheter: Bolaget har sedan sin notering inte levererat ett positivt resultat på sista raden.

Likviditetsutmaningar kan inträffa över tid om inte bolagets lönsamhet förbättras.

## Analys

### Imponerande försäljningstillväxt

Tempest Securitys omsättning uppgick till 83,2 miljoner kronor (59,7) under det fjärde kvartalet 2019. Tillväxten blev således höga 39 procent, drygt 5 procent över våra högt satta prognoser. För helåret 2019 växer bolagets omsättning med totalt 29 procent, från 222 MSEK 2018 till 287 MSEK under föregående år. Det var drygt 6 procent över våra prognoser. Samtliga av säkerhetskoncernens fem affärsområden bidrar till den starka omsättningstillväxten under året.

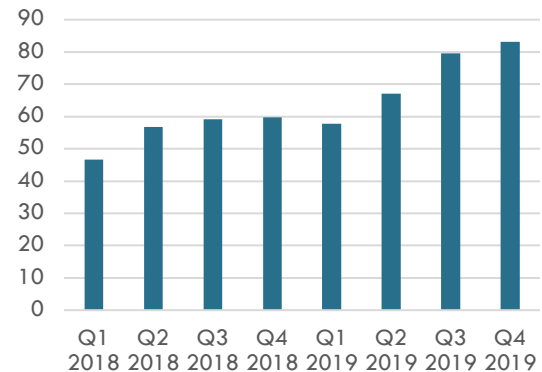
Vi nämnde i vår grundanalys att vi bedömer att korsförsäljning mellan de olika affärsområdena kan skapa bra synergier för stark omsättningstillväxt utan att koncernen ska belastas av stora kostnader relaterat till försäljningen. Den starka tillväxten under H2 2019 bekräftar vår tes. Vi ser indikationer på att affärsområden med hög lönsamhet, som övervakning och särskilda tjänster, blir en allt större del av den totala omsättningen. Vi bedömer att förmågan att kapitalisera på kontrakt över hela avtalsperioder är mycket viktigt i en bransch som säkerhetsbranschen, då grundaffären med bevakningstjänster sällan brukar vara särskild lönsam och tilläggstjänster är en central del för att nå höga marginaler.

### Dolda värden

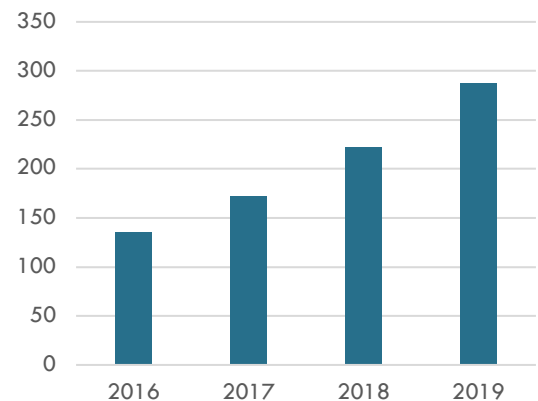
Än så länge redovisar Tempest i enlighet med redovisningsstandarden K3. Under Q1 2020 börjar koncernen redovisa enligt IFRS, vilket kommer resultera i att bolagets olika verksamhetsområden särredovisas. Det blir första gången vi kommer få möjlighet att ta del av hur varje enskilt verksamhetsområde växer, samtidigt som vi kommer att få en bättre överblick av bolagets förmåga att generera resultat inom de olika verksamhetsområdena. Under 2019 bedömer vi att cirka 60 procent av bolagets intäkter genererades från verksamhetsområdet bevakning, en siffra vi förväntar oss sjunka ju längre vi kommer i prognosperioden då övriga affärsområden förväntas växa i en snabbare takt.

Särskilda tjänster och SOC står i uppskattningsvis för ungefär 25 procent av säkerhetsbolagets totala omsättning där marginalen för särskilda tjänster kan variera mellan 8–20 % och där SOC kan uppnå en marginal överstigande 50 % genom tydliga skalfördelar. Vi förväntar att dessa två verksamhetsområden kommer ha en växande omsättningsandel de kommande åren och vi förväntar oss att dessa verksamhetsområden bör överstiga 40 procent av den totala omsättningen på medellångsikt. Med en god lönsamhet och en

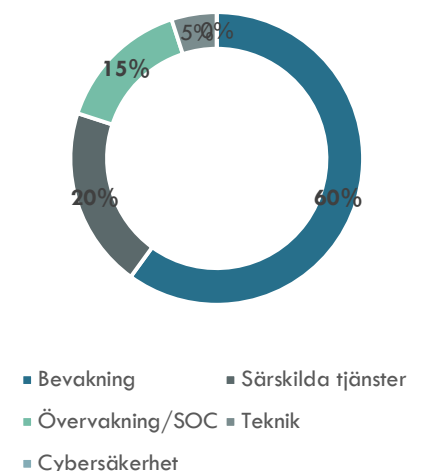
Omsättning, koncernnivå (MSEK)



Omsättning, koncernnivå (MSEK)



Intäktandel per affärsområde, %



EBITDA-marginal som överstiger bolagets finansiella mål, om 10 procent.

### Resultatet förbättras

Koncernens rörelseresultat före av- och nedskrivningar, EBITDA, fortsätter förbättras under andra halvåret 2019 och summeras till minus 1,3 miljoner kronor (-4,9) under fjärde kvartalet och minus 10 miljoner kronor för helåret 2019. Det resulterar i en EBITDA-marginal om minus 1,5 procent (-8,2), samt minus 3,5 procent för helåret, en tydlig förbättring från minus 7,3 procent under 2018. Justerat för jämförelsestörande poster uppgick ebitda-marginalen till minus 2,5 procent, vilket är något bättre än våra prognoser. Bolagets rörelseresultat fortsatte också att förbättras under andra halvåret och kan summeras till minus 3,7 (-7,4) miljoner kronor under Q4 samt minus 19,9 (-25,4) MSEK för helåret.

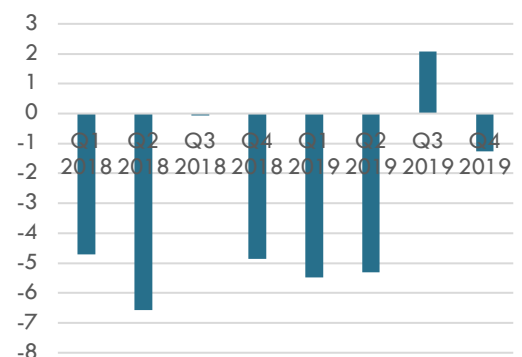
Vi bedömer att den positiva marginaltrend Tempest redovisar är ett tydligt tecken på att bolagets strategi fungerar. Åren 2017–2019 bestod av stora investeringar inom bolagets affärsområden och bygga den plattform som har resulterat i den helhetsleverantör av säkerhetstjänster man är idag. Nu börjar vi se tecken på att investeringarna ger avkastning genom fortsatt hög omsättningstillväxt men med lägre kostnadsrelationer vilket resulterar i den förbättrad lönsamheten vi nu ser. Den överlägset störta kostnadsposten Tempest Security har är personalkostnad, vilket kan förklaras genom uniformerade vakter inom bevakning. Under Q4 2019 kunde vi avläsa att denna kostnadspost har sjunkit till cirka 79 procent av koncernens försäljning, det är cirka 6 procent lägre än föregående år. Vi ser en tydlig trend i att denna kostnadsrelation har sjunkit från att ha legat mellan 82–85 procent under 2016–2018, till att nu hamna på 80 procent för helåret 2019. Vi ser det som att bolagets mindre personalintensiva verksamhetsområden växer snabbare än den underliggande affären. Vi bedömer att denna kommer fortsätta falla över tid, vilket kan få ett rejäl genom slag på sista raden om den höga omsättningstillväxten är intakt.

### Kassaflödet förbättras

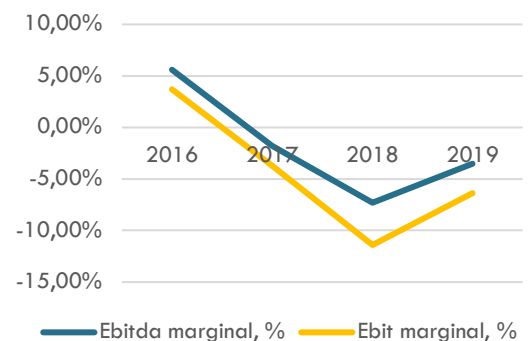
Bolagets operativa kassaflöde förbättrades kraftigt tunder det fjärde kvartalet, jämfört med 2018 och uppgick till 8,5 (6,5) miljoner. För helåret förbättrades det operativa kassaflödet till minus 7,6 (-13) miljoner kronor.

Under Q4 gjordes en nyemission som tillförde bolaget drygt 15 miljoner. Det innebär att bolagets likvida medel vid slutet av året uppgick till 25,1 miljoner kronor. Behovet av en kapitalförstärkning behandlade vi i vår grundanalys

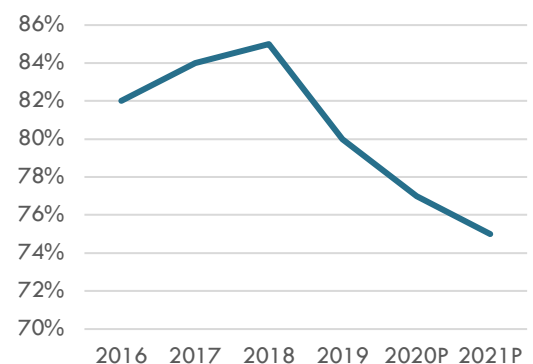
Ebitda, koncernnivå (MSEK)



Marginalhistorik, %



Personalkostnad, % av försäljning



## Värdering

### Utfall mot prognos för 2019

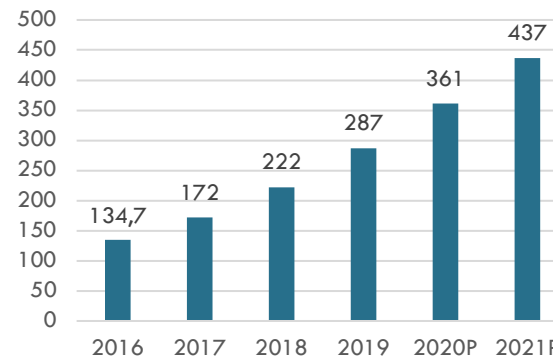
Det fjärde kvartalets försäljningstillväxt var högre än våra förväntningar. Vår ökning för helåret på ca 24 procent, blev 29 procent. Tillväxten kan hänföras till hög aktivitet inom samtliga verksamhetsområden och fortsatt god förmåga att kapitalisera över hela avtalsperioden. Vi prognostiserade ett EBITDA-resultat om minus 9 miljoner kronor, utfallet blev minus 10 miljoner kronor. Vi förväntade oss en EBITDA-marginal om minus 3 procent, utfallet blev minus 3,5 procent. Väljer vi att justera för jämförelsestörande poster, summeras EBITDA-marginalen till minus 2,5 procent, vilket är högre än våra prognoser.

Rörelseresultatet för helåret kom in i linje med våra förväntningar om minus 19 miljoner kronor för helåret 2019, exkluderat för engångskostnader. Justerat för förändrad redovisningsstandard, från K3 till IFRS, uppgick rörelseresultatet till minus 12 miljoner kronor.

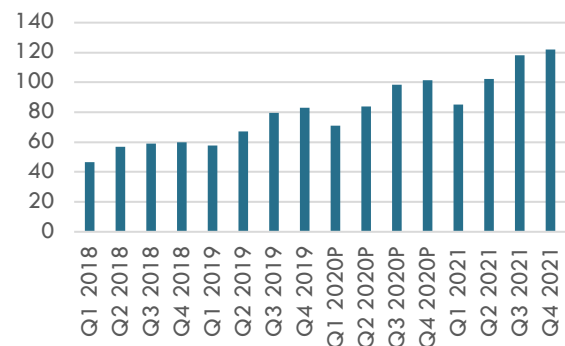
### Prognos 2020–2021

Vi bedömer att Tempest kommer fortsätta redovisa en hög omsättningstillväxt under de kommande åren. Under föregående år tecknades ett flertal viktiga kontrakt, med bland annat Skandia fastigheter och Atrium Ljungberg. Genom att fortsätta öka värdet existerande kundbas prognostiserar vi en årlig försäljningstillväxt på mellan 21–26 procent under de kommande två åren. Vi prognostiserar en omsättning som uppgår till ca 360 (287) miljoner kronor under 2020, som sedan växer till drygt 430 miljoner kronor under 2021. Främst drivet av bolagets mindre affärsområden.

Omsättningsprognoser, koncernnivå  
(MSEK)



Omsättningsprognoser, koncernnivå  
(MSEK)



### Lönsamheten fortsätter förbättras

Vi bedömer att bolaget kommer fortsätta förbättra sitt rörelseresultat kraftigt under 2020. Vi förväntar oss ett EBITDA som uppgår till 11 miljoner kronor med en marginal om 3,2 (-3,5) procent. Marginalen efter avskrivningar, EBI, estimerar vi stiger till 1,8 (-6,4) procent, drivet av den starka tillväxten inom lönsamma affärsområden, samt av positiva resultat effekter av förändrad redovisningsstandard, där bolaget inte längre kommer behöva göra avskrivningar på goodwill, utan istället se över nedskrivningsbehov i linje med IFRS. I dagsläget ser vi inga behov av nedskrivningar hos bolaget. Under 2021 prognostiserar vi en fortsatt förbättring av bolagets marginaler, där vi bedömer att EBITDA-marginalen når 6 (3,2) procent och summeras till 26 MSEK. Det skulle resultera i en vinst per aktie om cirka 1,75 kronor.

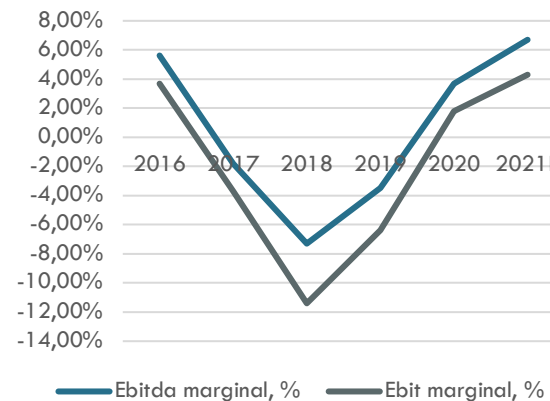
### Säsongsvariationer

En viktig aspekt när man kollar på Tempest Finansiella utveckling är att förstå att branschen dras med vissa säsongsvariationer, där främst kvartal 1 brukar vara av svagare karaktär, något vi inkluderar i våra prognoser för 2020 samt 2021.

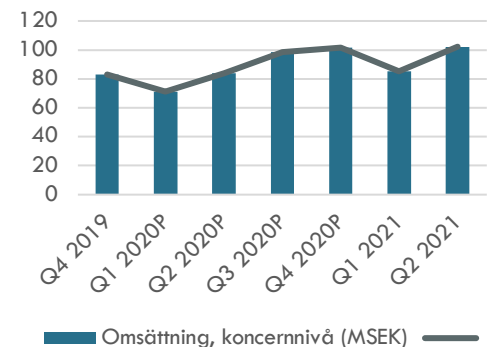
### Risker

Det finns ett flertal risker som är förknippat med Tempest Security; Bland annat är bolaget beroende av nyrekryteringar i en konkurrens utsatt bransch med höga personalkostnader. Utöver de så är en stor del av bolagets förmåga att genomföra den lönsamhetsresa vi prognostiserar är beroende av stark tillväxt i särskilda affärsområden. Vilket minskar diversifieringen i lönsamheten.

Marginalprognoser, %



Säsongsvariationer, Q1



### Avkastningskrav

Vi gör ett par mindre förändringar som på verkar Tempest Securitys WACC. Vi sänker den Riskfriaräntan till 0,9 procent under 2020 som stegvis stiger till 2 procent under evighetsåret, 2023. Vi korrigerar riskpremium för bolaget till 6,4 procent baserat på PWC riktlinjer för småbolag på den nordiska aktiemarknaden.

### Riskjusterad Beta

Den riskjusterade betan använder vi för att styra bolagsspecifika risker. Genom att Tempest ser ut att uppnå bättre lönsamhet tidigare än vad vi trott väljer samt förbättrat sin kassa väljer vi att justera ned detta värde till 1,3, från 1,4.

Sammanfattningsvis sänks Tempest WACC till 8,19 procent.

### Motiverat värde

Vår värdering är mer optimistisk än dagens marknadsvärde. Tempest starka tillväxt och lönsamhetsförbättringar förväntas resultera i stark omsättning- och resultat tillväxt under 2020. Vi bedömer att dolda värden kan belysas när bolaget särredovisar sina verksamhetsområden med start från 2020. Vi prognostiserar att Tempest kommer redovisa vinst på sisat raden under innevarande år, första gången sedan bolagets notering. För 2021 förväntar vi oss en vinst per aktie om cirka 1,75 kronor, vilket ger ett p/e tal om cirka 15x från dagens aktiekurs. Med bolagets historiska tillväxt och förväntade marginalexpansion, anser vi det som lågt, i förhållande till sina konkurrenter. Vi anser dessutom att stora värden kan realiseras när bolaget börjar särredovisa sina olika verksamhetsområden under året.

Med antaganden ovan får vi fram ett motiverat värde på ungefär 35 kronor per aktie. Lyckas Tempest fortsätta redovisa stark tillväxt under förbättrad lönsamhet bedömer vi att det finns stor potential i bolagets aktie.

DCF	
WACC	8,19%
CAGR, 2020-2023	22%
Tillväxt, evighetsvärde	4%
Riskjusterad beta	1,3
Riskpremie	6,40%
Värde av eget kapital, Msek	309
Antal aktier	8 949 47
<b>Värde per aktie</b>	<b>35 kr</b>



## Om bolaget

Tempest Security är idag verksam inom fem affärsområden som resulterar i att man är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster. De olika affärsområdena är; Bevakning, särskilda tjänster, teknik, övervakning och Cybersäkerhet.

### Bevakning

Bevakning är Tempest största verksamhetsområde och består av bemanning med exempelvis väktare, skyddsvakter eller ordningsvakter. Tjänsterna är antingen stationära eller mobila. Enligt branschsnittet för detta affärsområde ligger den genomsnittliga rörelsemarginalen mellan 3–5 procent.

### Särskilda tjänster

Särskilda tjänster inkluderar konsultation, utbildning, person- och bland annat säkerhetskonsultationer och rådgivning på strategisk nivå rörande organisationers risk, hot och sårbarheter, utredningar och bakgrundskontroller. Utbildningar är alla former av säkerhets- och trygghetsrelaterade utbildningar. Personsäkerhet är exempelvis personskydd och skyddspaning men kan även omfatta tex TSCM för avlyssningssäkerhet. Enligt branschsnittet för detta affärsområde ligger den genomsnittliga rörelsemarginalen mellan 12–18 procent. resesäkerhet. Konsultation är

### Teknik

Teknik arbetar med projektering och service av framförallt kameraövervakningssystem, larm, passagessystem och andra specialanpassade säkerhetslösningar. Enligt branschsnittet för detta affärsområde ligger den genomsnittliga rörelsemarginalen mellan 10–20 procent.

### Övervakning

Övervakning består av bolagets auktoriserade larmcentral, ett så kallat Security Operations Center (SOC). Den bemannas av ett flertal erfarna operatörer dygnet om, vilka hanterar allt från larm- och kameraövervakning till att stötta bolagets kunder inom Global Support Services, cybersäkerhet och ett flertal områden. Larmcentralen är också bemannad med personal som samordnar operativa insatser mellan övriga verksamhetsområden, dygnet runt. Tempest larmcentral är

specialiserad på den ökande marknaden av personlarm och andra personsäkerhetstjänster. Enligt branschsnittet för detta affärsområde ligger den genomsnittliga rörelsemarginalen mellan 40–55 procent.

### **Cybersäkerhet**

Bolagets område för cybersäkerhet är det yngsta affärsområdet. Tempest säger sig se ett allt större behov av att kombinera tjänsterna runt fysisk och personell säkerhet med cybersäkerhet. Hoten som finns mot kundernas egendom, personal, information eller immateriella rättigheter måste ses holistiskt då hot-, risker och sårbarheter utnyttjas oavsett vilken sfär de finns i. Bolaget har ambitionen att utveckla affärsområdet för att kunna bli en riktig one-stop shop där cyber elementet måste ingå framförallt ur aspekterna övervakning och incident response.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Jonatan Andersson äger inte och får heller inte äga inte aktier i det analyserade bolaget.

**Ansvarig analytiker: Jonatan Andersson (+46 70 50 80 051)**