



UPPDRAGSANALYS
13 november 2019

Tempest Security

ANALYSGUIDEN

Innehållsförteckning

Sammanfattning	2
Investment Case	3
Om Tempest Security	4
Fem affärsområden	
Affärsområde Bevakning	
Affärsområde Särskilda tjänster	
Affärsområde Teknik	
Affärsområde SOC	
Affärsområde Cybersäkerhet	
Affärsmodell	7
Marknad och trender	8
Tillväxtmöjligheter	
Historiska siffror	12
Prognoser & Förväntningar	
Ägarbild	18
Finansiella mål	19
Kassaflöde & Multipelvärdering	20- 24

Tillväxten imponerar

Säkerhetskoncernen Tempest Security har uppvisat oerhört stark tillväxt de senaste åren, med ett kraftigt förbättrat resultat under det tredje kvartalet 2019. Med ett utökat fokus på lönsamma verksamhetsområden och en hög andel återkommande intäkter gör att vi ser potential i bolaget. Vårt motiverade värde ligger på 30 kronor per aktie.

Tempest Security är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster. Bolaget bedrivs genom fem olika affärsområden som i kombination gör Tempest till en "one stop shop" för bolagets kunder. Tempest kundbas utgörs av privata- och offentliga kunder främst på den svenska hemmamarknaden.

Bolagets mål är att generera en omsättning om 500 MSEK år 2022, vilket skulle resultera i en årlig försäljningstillväxt om ca 22 procent de kommande tre åren. Senaste kvartalet växte bolaget med 34 procent och bolaget vände till positivt rörelseresultat före av- och nedskrivningar.

Vår värdering räknar med en fortsatt hög omsättningstillväxt och att bolaget når sitt omsättningsmål 2022. Rörelsemarginalen har förbättrats under 2019 och vi tror den accelererar kraftigt under 2020, vilket vi tolkar är i linje med bolagets förväntningar.

Datum: 13 november 2019

Analytiker: Aktiespararna, Jonatan Andersson

Företagsnamn: Tempest Security AB

Lista: Nasdaq First North

Vd: Andrew Spry

Styrelseordförande: Anders Laurin

Marknadsvärde: 200 miljoner SEK

Senast: 26 kr (12 november 2019)

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 om inte lönsamheten förbättras.

Finansiellt mål: Omsättning om 500 miljoner SEK år 2022., Resultat före av- och nedskrivningar (EBITDA) marginal om minst 10% på lång sikt.

Utfall och prognoser	2017	2018	2019P	2020P	2021P	2022P
Omsättning (MSEK)	172	222	280	342	417	508
Tillväxt %		29,5%	26,0%	24%	22%	20%
EBITDA- Marginal	-1,8%	-7,3%	-2,0%	2,2%	4,0%	5,5%
Rörelsemarginal	-3,7%	-11,4%	-3,0%	1,1%	3,0%	4,4%
P/E	-	-	-	85x	27x	11x
EV/EBIT	-	-	-	72x	22x	12x



Investment Case

Säkerhetsbolaget Tempest Security är en högkvalitativ helhetsleverantör av säkerhetstjänster med fokus på den svenska marknaden, med internationell närvaro och expansionsmöjligheter utanför Sverige. Bolaget har under en femårsperiod levererat en årlig omsättningstillväxt på i snitt 40 procent. Med ett högt investeringsfokus för fortsatt tillväxt har bolaget redovisat röda siffror sedan sin notering på Nasdaq First North. Tempest intäkter genereras genom fem olika verksamhetsområden, där traditionell bevakning i dagsläget är det största affärsområdet. Bolagets kundbas är väl diversifierad; man har kunder inom många olika branscher samt en hög spridning i storlek på sina avtal. Majoriteten av kundbasen har historiskt funnits i Stockholmsområdet men man växer alltmer i resten av Sverige samt har lokalkontor i Norge, Finland, Storbritannien, Tyskland och Turkiet.

Bland säkerhetsbolagets kunder finns Scania, Scandic Hotels, Skandia fastigheter och Stockholms Universitet. Bolagets intäktmodell bygger på kontraktbundna avtal inom offentlig- och privat sektor, vilket genererar stora återkommande intäkter.

Vi ser att den stora potentialen för bolaget ligger i hur pass effektivt man lyckas öka lönsamheten, transformera sina investeringar och bibehålla en fortsatt hög tillväxt. Bolagets finansiella mål är att ha en omsättning på minst 500 MSEK för 2022. För att nå dit krävs en fortsatt hög tillväxttakt om imponerande 22 procent årligen i snitt.

Det finns dessutom ett marginalmål före av- och nedskrivningar (EBITDA) på 10 procent på lång sikt. Under det andra halvåret har bolaget gjort en imponerande trendvändning i bolagets lönsamhet då man under det tredje kvartalet visade på en positiv EBITDA-marginal.



Bolaget själva antyder att marginalen kommer förbättras kraftigt under 2020, vilket även vi räknar med, då vi prognostiserar ett positivt rörelseresultat redan under nästkommande år.

Under 2020 kommer Tempest dessutom byta redovisningsstandard till IFRS vilket kan komma att få en positiv effekt på rörelseresultatet när förvärvsgoodwill kommer omvärderas.

I vårt värderingsintervall räknar vi med fortsatt hög tillväxt med en bibehållen kostnadskontroll. I rörelsemarginalen förväntar vi oss en kraftig förbättring de kommande åren, vilket gör att den blir en viktig parameter för vår värdering av bolaget.

Vi har fått fram vårt värderingsintervall genom att kombinera en kassaflödesvärdering ihop med en multipelvärdering mot relevanta konkurrenter. Det motiverade värdet blir således 30 kronor per aktie.

Tempest Security

Tempest Security började bedriva verksamhet vid skiftet 2008/2009.

Grunden var ett service- och bemanningsbolag ägt av VD Andrew Spry. Hösten 2008 fick bolaget förstärkning av Thomas Löfving (medgrundare och med roll som Finanschef) och 2009 av Thomas Cavas, som driftschef, en roll som han fortfarande innehar. Under året auktoriserades Tempest som ett bevakningsbolag av Länsstyrelsen och en omstrukturering inleddes mot att bli en renodlad aktör inom säkerhetstjänster. Sedan dess har bolaget genom hög tillväxttakt utökat verksamheten till att inkludera- och addera fler verksamhetsområden för att bli den helhetsleverantör av säkerhetstjänster bolaget är idag. De utvecklade verksamhetsområdena och den höga tillväxttakten har skapats genom både organisk innovation samt ett antal kompletterande förvärv.

Tempest har under åren 2014–2018 redovisat en imponerande omsättningstillväxt som uppgått till genomsnittliga 40 procent och som främst har bestått av organisk tillväxt. Huvuddelen av bolagets omsättning utgörs idag av två verksamhetsområden. Det största är traditionell Bevakning,

både mobil och stationär. Det näst största är så kallade Särskilda tjänster, vilket inkluderar personskydd, utredningar, konsultation med mera). De övriga tre affärsområdena uppskattar vi står för ungefär 10 procent av bolagets intäkter.

Fem verksamhetsområden

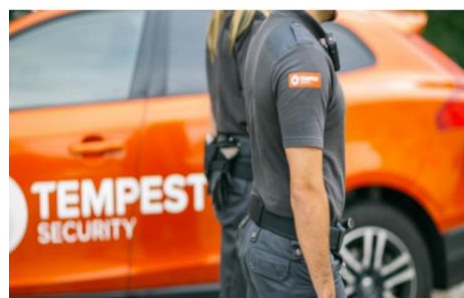
Tempest Security är idag verksam inom fem affärsområden som resulterar i att man är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster. De olika affärsområdena är; Bevakning, särskilda tjänster, teknik, övervakning och Cybersäkerhet. I de prognoser vi har gjort för bolaget har vi tagit hänsyn till att bolaget inte särredovisar de olika affärsområdena. Baserat på bolagets publicerade material och publika framträdanden av VD har vi uppskattat de olika verksamheternas omfattning. Därtill har vi samlat information från branschorganisationerna för att ta reda lönsamhetsmöjligheterna för de olika verksamhetsområdena.

Bevakning

Bevakning är Tempest största verksamhetsområde och består av bemanning med exempelvis väktare, skyddsvakter eller ordningsvakter. Tjänsterna är antingen stationära eller mobila. Det förra innebär fast bevakning på viktiga och kritiska verksamheter och det senare bilburen personal som ronderar ut till platsen vid behov. Enligt branschsnittet för detta affärsområde ligger den genomsnittliga rörelsemarginalen mellan 3–5 procent.

Särskilda tjänster

Särskilda tjänster inkluderar konsultation, utbildning, person- och resesäkerhet. Konsultation är 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 skyddsspaning men kan även omfatta tex TSCM för avlyssningssäkerhet. Enligt branschsnittet för detta affärsområde ligger den genomsnittliga rörelsemarginalen mellan 12–18 procent.



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.

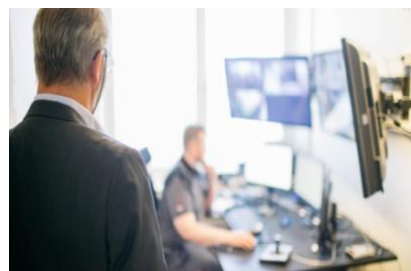
Övervakning

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.

I vår konkurrensanalys har vi bland annat gått igenom ett svenskt onoterat bolag som bedriver larmcentralverksamhet. Det har uppvisat såväl tvåsiffrig årlig tillväxt som en vinstmarginal överstigande 40 procent. Om Tempest kan uppnå likartad omsättning, tillväxt och lönsamt inom sin motsvarande verksamhet, kommer resultatet på sista raden att bli betydande.

Cybersäkerhet

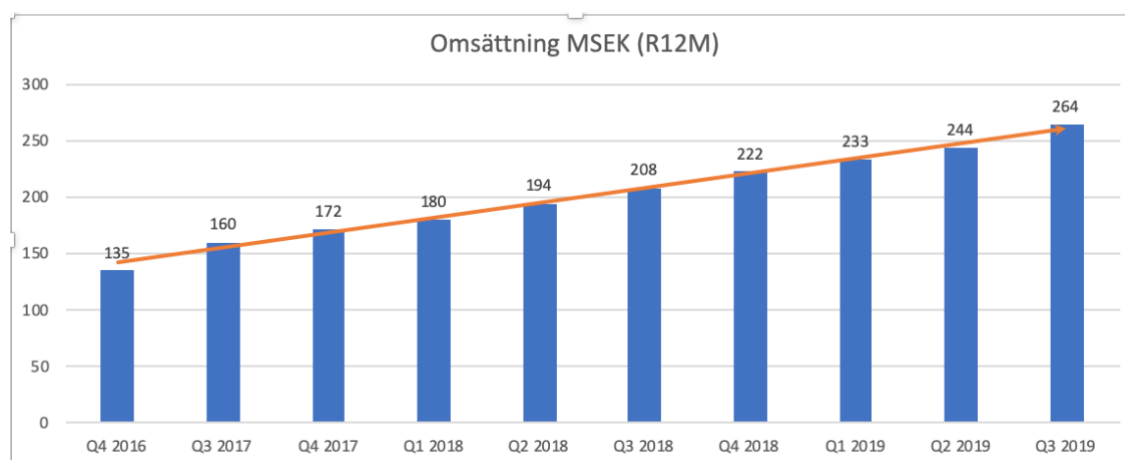
Bolagets område för cybersäkerhet är det yngsta affärsområdet. Tempest säger sig se ett allt större behov av att kombinera tjänsterna runt fysisk och personell säkerhet med cybersäkerhet. Hoten som finns mot kundernas egendom, personal, information eller immateriella rättigheter måste ses holistiskt 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, incident response och forensik.



Affärsmodell som genererar återkommande intäkter

Tempest Security affärsmodell går förenklat ut på att tillhandahålla högkvalitativa säkerhetstjänster till både privata och offentliga bolag, i ett flertal olika branscher och sektorer. Bolagets primära marknad är Sverige men man har lokalkontor i Norge, Finland, Storbritannien, Tyskland och Turkiet. Intäkterna genereras genom kontraktbunden försäljning med avtalsperioder som varierar beroende på kundens behov. Genom den kontraktbundna försäljningsmodellen skapas goda möjligheter för återkommande intäkter. Som tidigare nämnt har består bolagets intäkter främst av omsättning från affärsområdet bevakning, men i takt med att bolaget har expanderat och blivit en helhetsleverantör av säkerhetstjänster har affärsmodellen allt mer viktats om mot tjänster inom de andra affärsområdena, där marginalerna är betydligt högre, så som utredning och konsultation. Möjligheten för bolaget att intensifiera korsförsäljning mellan de olika affärsområdena är något vi anser är viktigt, och avgörande för att bolaget ska ha möjlighet att nå sina finansiella mål.

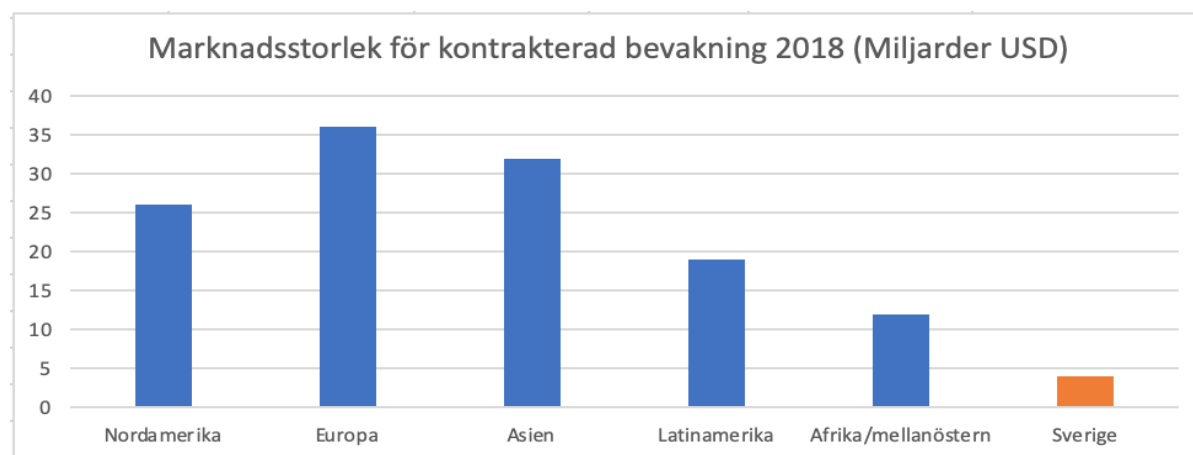
Bildtext: Ackumulerad omsättning R12M



Marknad och trender

Den globala marknaden för säkerhetstjänster har under lång tid befunnit sig under stark tillväxt och förväntas under 2020 nå en total omsättning som uppgår till 240 miljarder USD med en tillväxttakt om cirka 5–6 procent per år de kommande åren därefter. USA är fortsatt den största marknaden med Europa hack i häl. Säkerhetsmarknaden är omfattande i alla världsdelar. Ett stort antal faktorer driver en hög tillväxt globalt inom säkerhet, bland annat påverkar den uppfattade risken att bli utsatt för brott samt brist på trygghet. Den svenska marknaden uppgick 2018 till cirka 40 miljarder SEK och växte med 7,6 procent mot året innan.

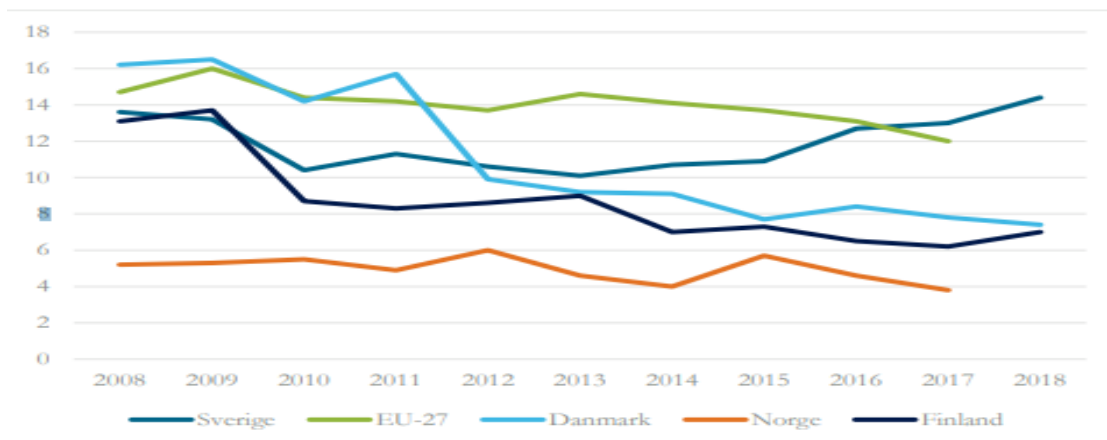
Den strukturella tillväxten för säkerhetsbranschen förväntas vara intakt de kommande åren där den regionala tillväxten för olika regioner i världen skiljer sig åt. På mogna marknader för säkerhetstjänster så som Nordamerika och Europa prognostiseras tillväxttakten nå en nivå som ligger strax över regionens BNP-tillväxt. På tillväxtmarknader, såsom Asien och Latinamerika förväntas tillväxten vara högre än BNP, bland annat tack vare en ökad urbanisering och växande medelklass.



Den svenska marknaden står under stark tillväxt

Den svenska brottsutvecklingen oroar; enligt den senaste rapporten från Säkerhetsföretagen är Sverige ett av de länder som har sämst utveckling vad det gäller trygghet och uppfattad säkerhet. Andelen av befolkningen som utsätts för våld, brott och vandalism i Sverige har enligt rapporten passerat EU-snittet. Under perioden 2011–2018 har andelen människor som upplever Sverige som våldsutsatt och otryggt ökat med 27 procent vilket kan sättas i relation till att samma siffra har minskat med 50 procent i Danmark. Som en konsekvens av detta har den svenska säkerhetsmarknaden vuxit kraftigt de senaste åren och omsatte ca 40 miljarder kronor under 2018, med en tillväxt på 7,6 procent mot året innan. Den svenska säkerhetsmarknaden är fortsatt fragmenterad med ett stort antal regionala, mindre och nischade aktörer som erbjuder en rad olika tjänster. Som ett resultat av detta ser vi fortsatta möjligheter till konsolidering av marknaden, vilket kan skapa möjligheter för Tempest Security och realisera fortsatt tillväxt genom strategiska förvärv.

(Pil på marknadens utveckling)



Graf: Andel (%) av den svenska befolkningen som rapporterar brott, våld eller vandalism i sitt område. Källa: Eurostat

Marknaden för Tempest största affärsområde, bevakning, hade en tillväxt om 2,5 procent och uppnådde en omsättning på över 11 miljarder SEK. Den marknad som i Sverige har högst omsättning är säkerhetsteknik och omsatte under 2018 över 22 miljarder kronor med en tillväxt på 9,3 procent jämfört med året innan. Detta är något som vi anser Tempest kan dra nytta av, bolaget har ett helhetserbjudande som täcker delar av den marknad som säkerhetsteknik innebär, vilket många konkurrenter saknar.

En bransch med varierande marginaler

Delar av säkerhetsbranschen utmärks av höga volymer och låga marginaler.

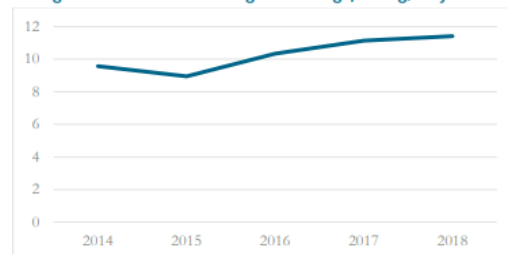
Framförallt rör det traditionell bevakning.

Personalkostnaderna blir höga i och med att man säljer timmar för bemannade väktare och ordningsvakter. Vinstmarginalen för de största bolagen inom bevakning i Sverige uppgick i snitt till 3,1 procent under 2018. Det kan jämföras med säkerhetsteknik och särskilda tjänster där snittmarginalen är 8–18 procent eller larmcentraler, vilka kan nå över 40 procent marginal.

Tillväxtmöjligheter på den inhemska marknaden

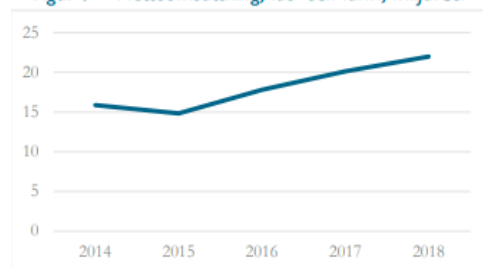
Bolaget har en uttalad strategi att fortsätta växa på den inhemska svenska marknaden, med ett visst fokus på internationell expansion. Vi anser att det finns fortsatta möjligheter till stark tillväxt på den svenska marknaden. I våra prognoser för bolagets omsättning under 2019 uppgår Tempest marknadsandel till under 1 procent av den totala säkerhetsmarknaden. Bolaget verkar på en fragmenterad marknad och vi tror de har en tydlig konkurrensfördel som en helhetsleverantör av säkerhetstjänster. Det gör att det finns god potential för stark tillväxt. Det är en av anledningarna som ligger till grund för vår höga prognostiserade tillväxt de kommande åren.

Figur 5 – Nettoomsättning bevakningsföretag, miljarder



Källa: Bisnode Soliditet

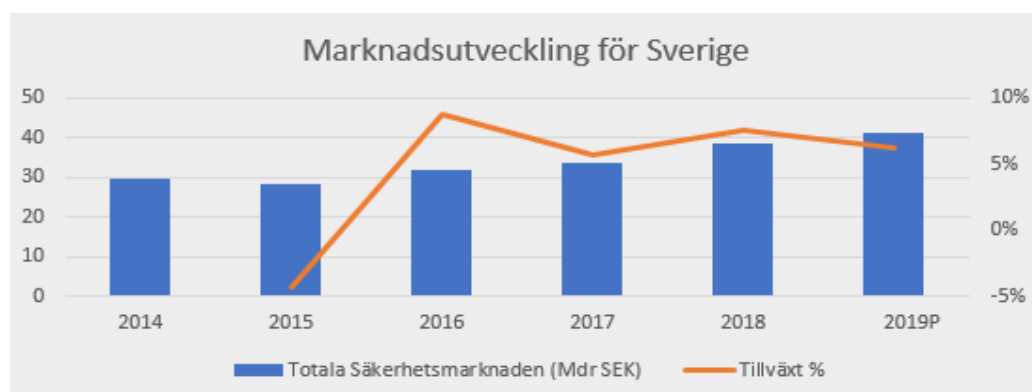
Figur 7 – Nettoomsättning, lås- och larm, miljarder



Källa: Bisnode Soliditet

En begränsad del av den svenska säkerhetsmarknaden utgör särskilda tjänster och övervakning. I den senare kategorin finns enbart åtta auktoriserade larmcentraler i Sverige, varav Tempests Security Operations Center utgör en.

Särskilda tjänster, vilket innefattar allt från bakgrundskontroller till säkerhetskonsultation och utredningar, är också en begränsad del av den totala marknaden. Det är ett segment dock som växer i snabb takt och har hög lönsamhet, vilket gör det mycket viktigt för bolaget om det ska möta våra prognoser och nå sina finansiella mål.



Källa: Säkerhetsföretagens rapport/Aktiespararna analys

Konjunkturokänslig sektor

Säkerhetsbranschen har historiskt sett inte påverkats nämnvärt av ekonomiska konjunkturer då man kan konstatera att tillväxten har fortsatt över ett flertal cykler. Oavsett hög- eller lågkonjunktur finns ett behov av investeringar inom säkerhetstjänster hos både företag och privatpersoner.

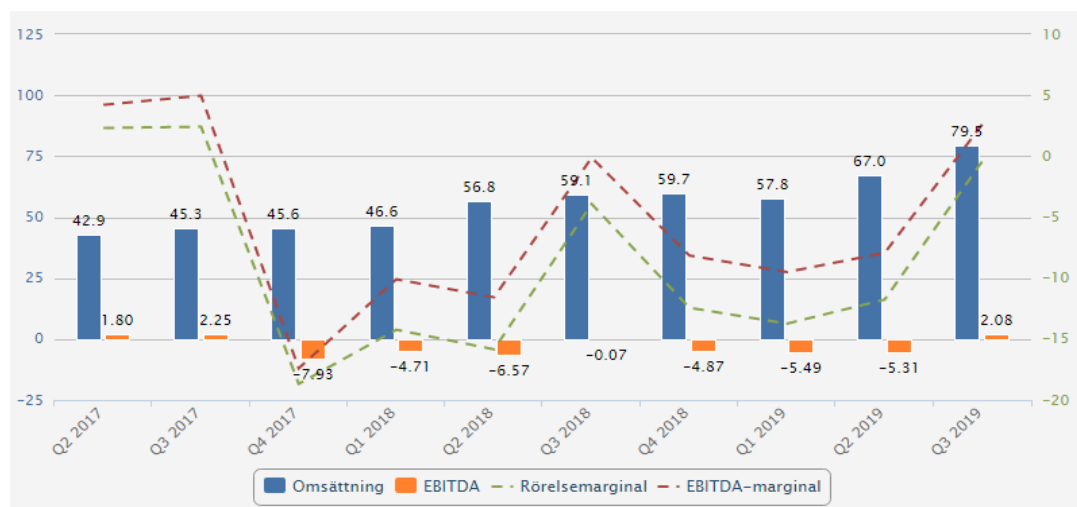
Stark kundbas

Tempest Securitys kunder består av både privata och offentliga organisationer som är i behov av kvalificerade säkerhetstjänster. Kundernas behov och avtal skiljer för varje enskilt fall, men består oftast av en kombination av säkerhetstjänster från olika delar av bolagets verksamhetsområden. Bolagets kundbas är väl diversifierad med kunder i ett flertal olika sektorer och branscher. Majoriteten av kundbasen är däremot geografiskt lokaliserad i Stockholmsområdet. Bland säkerhetsbolagets kunder finns Scania, Scandic Hotels, Skandia fastigheter och Stockholms Universitet.

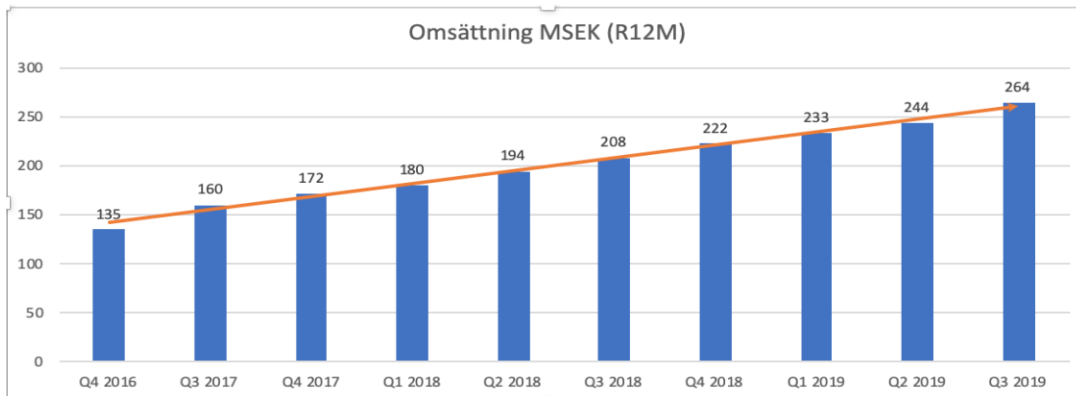
Historiska siffror

Tempest Security har med sin imponerande omsättningstillväxt en historisk GAGR (genomsnittlig årstillväxt) om ca 40 procent.

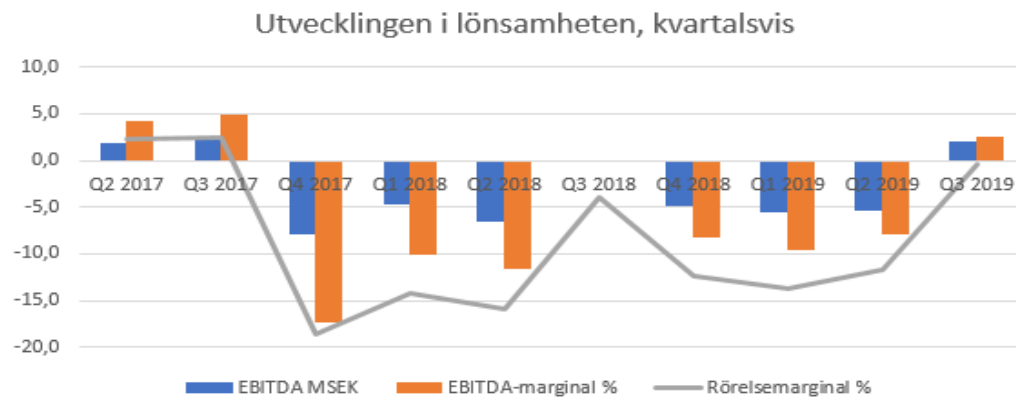
Nedan illustreras bolagets omsättningstillväxt och lönsamhetsutveckling sedan bolagets börsnotering.



Omsättningstillväxt: Perioden Q4 2016-Q3 2019



EBITDA- utveckling: Perioden Q2 2017-Q3 2019



Prognoser

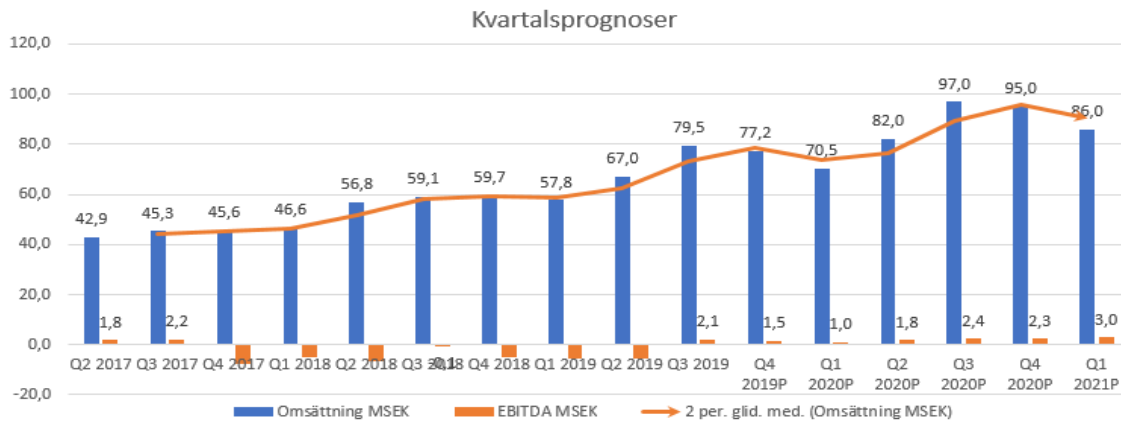
Vi anser att Tempest Security befinner sig i ett spännande skede i bolagets utveckling. Man har gått från en intensiv investeringsperiod, med röda siffror som resultat, till att nyligen ha visat en tydlig vändning i trenden. Under de senaste åren har man byggt upp en helhetsplattform för att tillhandahålla kompletta säkerhetslösningar till sina kunder. Den underliggande tillväxten för säkerhetsbranschen är fortsatt hög i stora delar av världen, och flera segment där bolaget är närvarande växer än snabbare. Den uttalade strategin med tillväxt under lönsamhet kan skapa aktieägarvärden. Vi har i våra prognoser för de kommande åren estimerat en fortsatt hög tillväxt, i linje med bolagets finansiella mål om att nå en omsättning om 500 MSEK för verksamhetsåret 2022. Bolaget växte med 34 procent under föregående kvartal och 26 procent de första 9 månaderna 2019. Tillsammans med den starka historiken har vi funnit ett stöd för den offensiva prognosen om en CAGR om 22 procent fram till 2022.

Vi tror att bolagets lönsamhetsmål om minst 10 procentt EBITDA marginal på lång sikt ligger något högt och över de prognoserar vi indikerar. Med det sagt har vi sett ett tydligt trendsifte i bolagets lönsamhet under andra halvåret under 2019 som vi förväntar oss kommer accelerera under 2020.

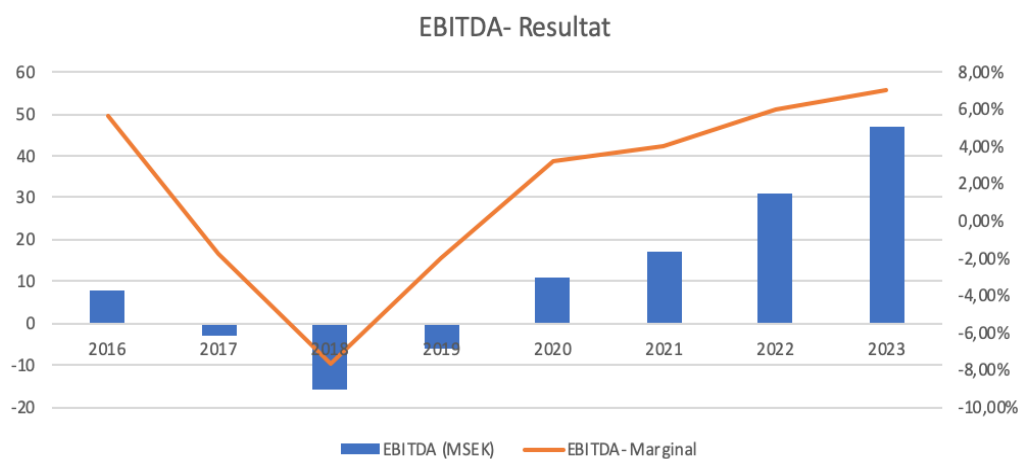
Ändrad redovisningsstandard möjliggör lönsamhetsförbättring

Bolaget har kommunicerat att man har som mål att övergå till att redovisa enligt IFRS från början av 2020. Detta är något som vi bedömer kommer ha stor påverkan på rörelseresultat under 2020. I dagsläget gör bolaget betydande nedskrivningar på förvärvsgoodwill. Med övergång till IFRS kommer den istället provas för att se om nedskrivningsbehov föreligger. Vi kan i dagsläget inte se att det kommer att behövas, vilket innebär att det redovisade rörelseresultatet förbättras markant nästa år.

Kvartals utfall & prognoser: Perioden Q2 2017-Q1 2021.



Utfall & prognoser (EBITDA): Perioden 2016–2023,



Strategi för ökad lönsamhet

Delar av säkerhetsbranschen utmärks av höga volymer till låga marginaler. Framförallt rör det traditionell bevakning; där man framförallt tillhandahåller bemanning med väktare och ordningsvakter per timme. Det gör att personal är den mest betydande kostnadsposten. Vi noterar att Tempest historiskt har haft en personalkostnad i förhållande till sin omsättning om cirka 84–86 procent. Vi ser att denna kostnadspost kan komma att minska något i takt med att bolagets övriga affärsområden växer och tar en större omsättningsandel. Exkluderat för vissa jämförelsestörande poster var personalkostnaderna relativt omsättningen något lägre redan i kvartal tre i år. Det får en tydlig inverkan på bolagets lönsamhet och är något vi kommer att bevaka noga framöver.

Som tidigare nämnt består Tempest försäljning till övervägande del av traditionell bevakning. Detta är ett verksamhetsområde som historiskt har stått för en stark organisk tillväxt i bolaget. Vi bedömer att detta är på väg att förändras.

I takt med att bolaget har gått från ett mer renodlat bevakningsbolag till att idag vara en helhetsleverantör inom säkerhetsbranschen så förväntar vi oss att de fyra övriga affärsområdena kommer bidra med en allt större del till omsättningen de kommande åren och leda till ökad lönsamhet för hela gruppen.

Lönsamma affärsområden driver tillväxt

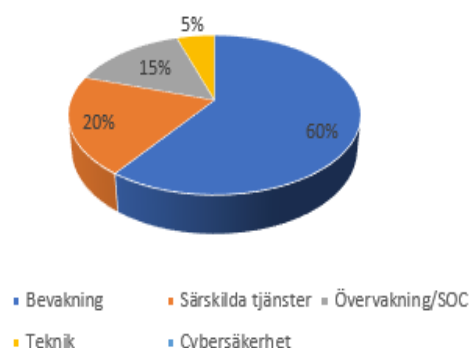
De två verksamhetsområdena som förväntas bidra med starkast tillväxt som letar sig ner på sista raden är särskilda tjänster och övervakning, Security Operations Center (SOC). Som tidigare nämnt så särredovisar inte bolaget de olika affärsområdena och dess påverkan på koncernens totala omsättning. Men utifrån publik information har vi uppskattat fördelningen likt bilden nedan.

Särskilda tjänster och SOC står i dag för ungefär 25 procent av säkerhetsbolagets totala omsättning där marginalen för särskilda tjänster kan variera mellan 8–20 procent och där SOC kan uppnå en marginal

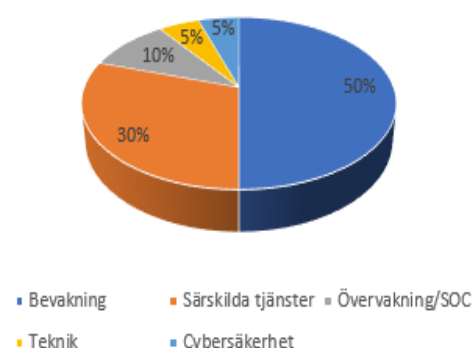
överstigande 50 procent genom tydliga skalfördelar. Bolaget förväntar sig att dessa två verksamhetsområden ihop kommer ha en växande omsättningsandel de kommande åren och vi förväntar oss att verksamhetsområdena bör överstiga 40 procent av den totala omsättningen på medellångsikt. Med en god lönsamhet och en EBITDA-marginal som överstiger bolagets finansiella mål, om 10 procent.

Nedan illustreras de olika affärsområdenas nuvarande och förväntade försäljningsandel i %.

Nuvarande omsättning fördelat i % per affärsområde



Bolagets framtida förväntan på fördelning i %



Källa: Tempest Security/Aktiespararna analys

Soc:en möjliggör hävstång för lönsamheten

När Tempest Security genomförde förvärvet av Falck Iarmcentral skapades förutsättningar för ett affärsområde med hög lönsamhet, vi har betonat detta genomgående i vår analys. Genom att affärsområdets omsättning inte särredovisas blir den exakta omsättningen och framförallt affärsområdets lönsamhet svår att prognostisera.

När bolaget förvärvades under 2017 redovisade Iarmcentralen en omsättning om ca 6,7 för det första halvåret. Utifrån våra uppskattade siffror för affärsområdets totala omsättningsandel under innevarande år så uppskattar vi att tillväxten har varit god. Bolaget kommunicerade att det tog ungefär ett år för förvärvet att nå ett positivt resultat.

Enligt vår bedömning finns det möjlighet att realisera värden i de olika affärsområdena om en utökad kommunikation och redovisning för de enskilda verksamhetsområdena skulle förtydligas.

Ägare och ledning

Bolagets ägarbild är dominerat av "Kött och blod", där Andrew Spry som vd och grundare är bolagets största ägare, följt av bolagets medgrundare och fördetta finanschef, Thomas Löfving. Bland de fem största ägarna finner vi också betydande namn, där Swedbank Robur Microcap är bolagets fjärde största ägare med lite drygt 8 procent av kapital och röster. På topplistan finns även Athanase Industripartner med ca 9% av aktierna samt driftchefen Thomas Cavas med drygt 6 procent ägande. Tillsammans utgör det totala ägandet bland fem största ägarna 73 procent av kapital och röster, vilket resulterar i en låg free float.

Bilden nedan illustrerar bolagets ägarbild.

Namn	Aktiekapital	Antal aktier
Andrew Spry	24,63%	2 041 416
Thomas Löfving	24,38%	2 020 908
Althanase Industrial Partner	9,09%	753 630
Swedbank Robur Microcap	8,22%	681 818
Thomas Cavas	6,39%	530 000
Patruus AB	4,83%	400 000
Lennarth Ädel Holding AB	3,45%	286 022
John Bäck	1,66%	138 000
Durling Invest AB	1,58%	131 000
Försäkringsbolaget Avanza Pension	1,58%	130 798
Övriga ägare	14,19%	1 176 255
Totalt	100%	8 289 947

Mål och vision

Tempest Security presenterade två finansiella mål i samband med att bolaget noterade bolaget 2017, de finansiella målen baseras på den historiska tillväxten och egen bedömning om framtida tillväxt- och lönsamhetsmöjligheter.

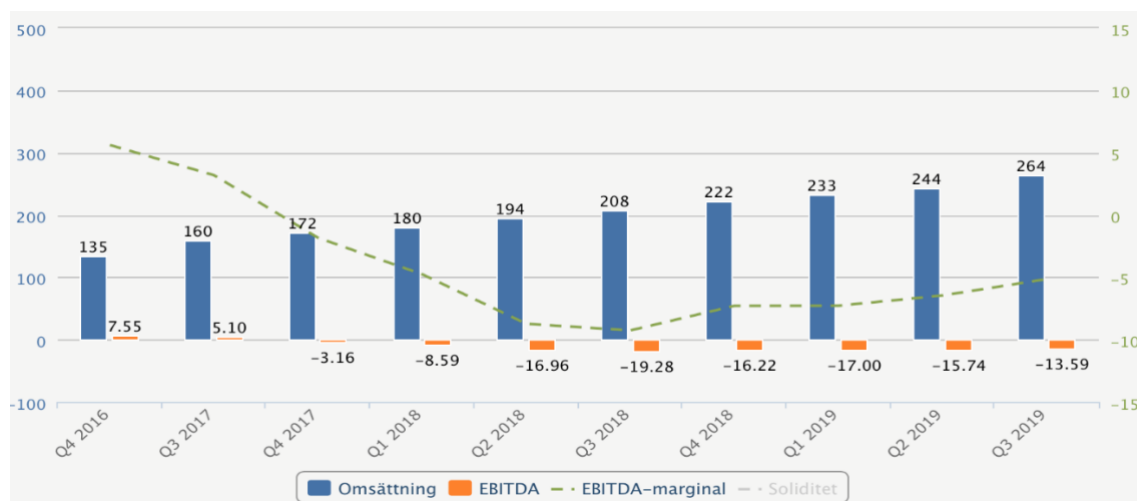
Tempest Security finansiella mål

» Tillväxt: Omsättning om 500 MSEK år 2022

» Lönsamhet: Rörelsemarginal innan av- och nedskrivningar (EBITDA) på minst 10 procent på lång sikt.

Bolagets finansiella mål är utformade utifrån olika tidsperspektiv; lång sikt (6–10) år, medellång sikt (3–5) år.

Bilden illustrerar: Omsättning, EBITDA och EBITDA-marginal ackumulerande (R12M)



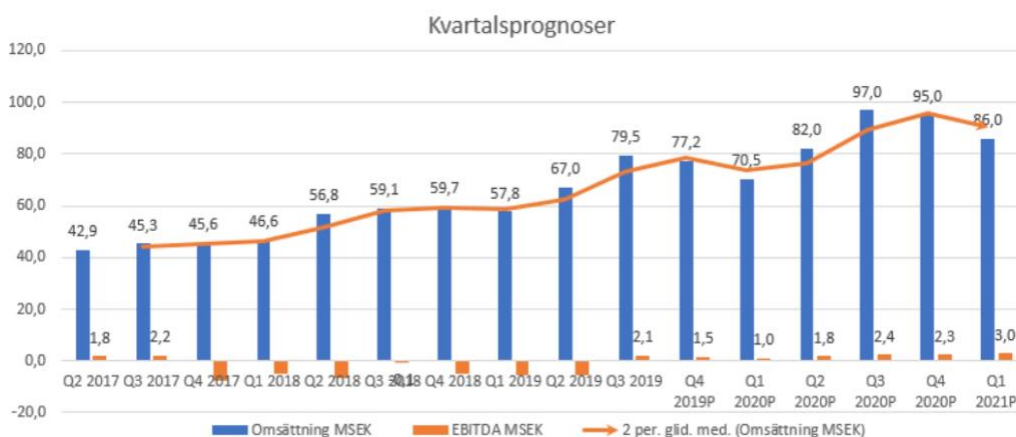
Risker

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.
- Bolagets kassa är för tillfället åtstramad, vilket drar upp risken för en eventuell kapitalskaffning om tillväxten ska förbli så hög.
- Stor del av bolagets förmåga att genomföra den lönsamhetsresa vi prognostiserar är beroende av stark tillväxt i särskilda affärsområden. Vilket minskar diversifieringen i lönsamheten.

Värdering

Vi har använt oss av två värderingsbeaktanden för att hitta vårt motiverade värde för Tempest Security. De berörda tillvägagångssätten är jämförelsevärdering mot relevanta konkurrenter, så kallad peer-to-peer värdering för den prognostiserade perioden samt en kassaflödesanalys av bolaget.



Relativa värderingar

De relativa värderingarna har genomförts med historiska data som bas för åren 2014–2018. Respektive årsvinst per aktie har jämförts med genomsnittskursen för samma år, de tre bolagen som kan ses som mest relevanta att jämföra Tempest med anser vi är; Securitas och till viss del G4S och Prosegur. Securitas är precis som Tempest, en mer komplett helhetsleverantör av säkerhetstjänster.

EV/EBITDA- multipel

Vi har valt att göra en jämförelse värdering på det kassajusterade nyckeltalet ev/ebitda. Där Ev står för Enterprise value, bolagets marknadsvärde justerat för bolagets eventuella nettoskuld eller nettokassa. Ebitda- resultatet är bolagets rörelseresultat före av- och nedskrivningar.

Likt bilden ovan betonar har Tempest Security utan tvekan den högsta ev/ebitda-multipeln för den jämförbara gruppen under det kommande året, 2020. Det förklaras genom att bolaget prognostiseras att under 2020 vända till vinst från förlust. Lägst värderad, enligt ev/ebitda är Prosegur, vars ev/ebitda uppgår till 5,12xx för nästkommande års prognostiserade ebitda-resultat. Medianen för jämförelsegruppen uppgår till 6,77x för 2020.

För slutet av perioden ser det dock annorlunda ut. Jämförelsegruppen, exkluderat för Tempest, förväntas ha en omsättningstillväxt om ca 3–6 procent, årligen fram till 2022 och gruppens ev/ebitda- multipel sjunker till 6,2x. Vi noterar att om Tempest infriar våra prognoser och bolagets egna mål, sjunker säkerhetsbolagets ev/ebitda- multipel till 7,6x. Vilket indikerar en imponerande tillväxt.

Bolag	EV/EBITDA 2020P	EV/EBIT 2020P	P/S 2020P
Securitas	8,64x	8,49x	0,48x
Prosegur	5,12x	7,72x	0,5x
G4S	6,77x	9,84x	0,41x
Median:	6,77x	8,49x	0,48x
Tempest Security	26,6x	70x	0,6x

Bolag	EV/EBITDA 2021P	EV/EBIT 2021P	P/S 2021P
Securitas	8,17x	11,93x	0,46x
Prosegur	4,73x	7,18x	0,49x
G4S	6,50x	9,55x	0,39x
Median:	6,5x	9,55x	0,46x
Tempest Security	12,5x	17,5x	0,52x

Bolag	EV/EBITDA 2022P	EV/EBIT 2022P	P/S 2022P
Securitas	7,95x	11,65x	0,42x
Prosegur	4,52x	7,0x	0,46x
G4S	6,2x	9,4x	0,35x
Median:	6,2x	9,4x	0,42x
Tempest Security	7,6x	9,4x	0,43x

EV/EBIT- multipel

Likt föregående multipeljämförelse så är Tempest betydligt högre värderat än jämförelsegruppen under 2020. Likt tidigare nyckeltal krymper avståndet i värdering ju längre vi kommer i prognosperioden.

När vi kollar på prognosen för bolagets rörelseresultat (ebit) för 2022 och dividerar med dagens enterprise value, får vi fram en ev/ebit multipel om 9,4, i linje med jämförelsegruppen för samma år.

Slutsats

Det vi konstaterar i denna jämförelse är att Tempest förväntade tillväxt kommer snabbt få ned bolagets multiplar i jämförelse med sin jämförelsegrupp. Med tanke på bolagets historik och finansiella mål, ser vi att om denna trend fortsätter förbi år 2022, kommer bolagets tillväxt ha resulterat i en värdering som ligger under jämförelsegruppen median.

Bolag	EV/EBITDA 2020P	EV/EBIT 2020P	P/S 2020P
Securitas	8,64x	8,49x	0,48x
Prosegur	5,12x	7,72x	0,5x
G4S	6,77x	9,84x	0,41x
Median:	6,77x	8,49x	0,48x
Tempest Security	26,6x	70x	0,6x

Bolag	EV/EBITDA 2021P	EV/EBIT 2021P	P/S 2021P
Securitas	8,17x	11,93x	0,46x
Prosegur	4,73x	7,18x	0,49x
G4S	6,50x	9,55x	0,39x
Median:	6,5x	9,55x	0,46x
Tempest Security	12,5x	17,5x	0,52x

Bolag	EV/EBITDA 2022P	EV/EBIT 2022P	P/S 2022P
Securitas	7,95x	11,65x	0,42x
Prosegur	4,52x	7,0x	0,46x
G4S	6,2x	9,4x	0,35x
Median:	6,2x	9,4x	0,42x
Tempest Security	7,6x	9,4x	0,43x

Kassaflödesvärdering

Vi har genomfört en kassaflödesvärdering (DCF) för bolaget med målsättningen att få fram hur bolaget värderas utifrån dagens börskurs. Syftet är att ta fram historiska likheter och skillnader rörande nuvarande värdering. Prognosperioden har varit 2019–2023. Genomgående har värderingen testats med en riskfri ränta på 2 procent och en generell riskpremie för aktieplaceringar på 5,5 procent. Övriga faktorer, som kreditriskpremien och bolagsspecifik risk (beta) har simulerats utifrån bolaget historik, storlek, bransch och kapacitet att generera resultat.

Bolagsspecifik riskpremie (Beta)

Den enskilt viktigaste bolagsspecifika faktorn för kassaflödesvärderingen är justeringen av riskpremien, det så kallade betavärdet. Vi har försökt simulera fram vilket betavärde som stödjer bolagets aktuella börskurs genom ett antal antaganden och kom fram till ett betavärde om 1,4.

Kreditriskpremie

Kreditriskpremien har uppskattats med hjälp av den redovisade räntekostnaden för perioden 2016–2018, i procent av de räntebärande skulderna, vilket resulterade i en kreditriskpremie om 2,42 %.

Vägt avkastningskrav (WACC)

Förutsättningarna ovan ger ett vägt avkastningskrav (WACC) för Tempest på 8,81 %.

Tillväxt

Vi har valt att värdera Tempest Securitys tillväxt utifrån den historiska tillväxten, som under 2016–2019 var höga 28 procent per år (median). I de framåtblickande prognoserna för omsättningstillväxten har vi tagit hänsyn till historiken, bolagets guidning, finansiella mål och våra egna åtaganden. Denna tillväxt förväntas ske utan några större förvärv.

DCF	
WACC	9,03%
CAGR, 2019-2023	22%
Riskjusterad Beta (bolagsspecifikt)	1,4
Kreditrisk (Bolagsspecifikt)	2,42%
Värde av eget kapital	250 MSEK
Antal aktier	8 289 947
Värde per Aktie	30,16

Investeringar

Investeringarna i immateriella tillgångar beräknas motsvara 2,5 procent av omsättningen 2019–2023 och avse aktiverad produktutveckling och investeringar i relevanta affärsområden. Det är något lägre än bolagets historik, men baseras på att bolaget historiskt har tagit betydande kostnader för investeringar för att skapa sig den breda helhetsplattformen man idag innehar. Investeringarna i materiella investeringar är dock i linje med bolagets historik och uppgår till 1,4 procent av omsättningen.

Resultat

Under det tredje kvartalet 2019 redovisade Tempest ett markant lyft i resultatet före av- och nedskrivningar, vi bedömer att denna trend kommer fortsätta kommande år. Bolaget har kommunicerat att man har som mål att övergå till att redovisa enligt IFRS från början av 2020. Detta är något som vi bedömer kommer ha stor påverkan på rörelseresultat under 2020. I dagsläget gör bolaget betydande nedskrivningar på förvärvsgoodwill. Med övergång till IFRS kommer den istället provas för att se om nedskrivningsbehov föreligger. Vi kan i dagsläget inte se att det kommer att behövas, vilket innebär att det redovisade rörelseresultatet förbättras markant nästa år.

Lönsamheten

Vårt scenario ger en prognostiserad avkastning på sysselsatt kapital som går från en period av negativ avkastning till 13,7 procent under 9 2019 till ca 20 procent slutåret 2023. Det är en bättre lönsamhet än bolagets historiska snitt, vilket i allt väsentligt förklaras av högre rörelsemarginal än tidigare.

Värdering

Dagens aktievärde på ungefär 26 kr per aktie innefattar en ungefärlig 10 procentig uppgång den senaste veckan. Vi har ett motiverat värde för bolagets aktie på 30,37 kronor och baseras mycket på att bolaget lyckas infria våra prognoser.

Vårt framräknade värde ger ett p/e-tal på vinstprognos för 2019 på förhållandevis höga 72x, men som snabbt förbättras i takt med lönsamhetsförbättringen som förväntas göra i bolaget. För det prognostiserade året 2022, har p/e-talet sjunkit till ca 12x, med en omsättningstillväxt om ca 22 %

Disclaimer

Aktiespararna, 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.