



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Säkerhet | Sweden | 4 October 2021

Tempest Security

USA-etablering kan bli transformativ

Planerar att mer än tredubbla omsättningen till 2025

Tempest Security, en helhetsleverantör av säkerhetstjänster, har som målsättning att mer än tredubbla omsättningen från 300 mkr till 1 mdkr till 2025 och nå en EBITDA-marginal på 10%. Tillväxten ska ske genom en blandning av organisk tillväxt och förvärv – vi räknar med 300–400 mkr i förvärvad tillväxt. Skulle de nå målen motsvarar detta en omsättnings- och EBITDA-CAGR på 27% och 55%.

USA-etablering kan bli transformativ för bolaget

I maj 2021 såg bolaget en möjlighet att etablera Särskilda Tjänster (personskydd, bakgrundskontroller och utredningsverksamhet) i USA. Feedbacken är hittills mycket god och vi tror att etableringen, som fortfarande är i sin linda, kan bli transformativ för Tempest. Vi estimerar en omsättning på 250 mkr för Särskilda tjänster i USA 2025, med en EBITDA-marginal på 15%.

Aktien reflekterar varken förvärven eller USA-etableringen

Exklusive framtida förvärv och Särskilda Tjänster i USA värderar vi Tempest till 29 kr per aktie – i linje med nuvarande kurs. Vi värderar vidare kommande M&A till 29 kr per aktie, vilket innebär att vi ser potential för en fördubbling av aktien om bolaget uppfyller sina mål. Faller Särskilda Tjänster i USA ut som vi tror ser vi ytterligare 24 kr uppsida till total 82 kr per aktie.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)					Risk och Avkastning	
	Nu	Förr			20	21e	22e	23e	Motiverat värde	81.00 - 82.00
EPS, just 21e	-0.03	-0.03	0.0%	Sales,m	300	344	524	637	Current price	SEK31.70
EPS, just 22e	2.36	2.36	0.0%	Sales Growth	4.7%	14.7%	52.4%	21.7%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	3	3	0.0%	EBITDA, m	12.7	11.2	45	55	Kursutveckling 12 mån Chart Data Not Available	
Kommande händelser Delårsrapport Q3 2021 2021-11-23				EBIT, m	4.0	1.1	31.3	39.1		
				EPS, adj	0.14	(0.03)	2.36	3.00		
				EPS Growth	(110.0)%	(118.1)%	(9,253.6)%	27.1%		
				Equity/Share	3.3	6.6	8.9	11.9		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
Bolagsfakta (mkr)				EBIT Marginal	1.3%	0.3%	6.0%	6.1%	Analytiker markus.almerud@penser.se	
				ROE (%)	4.0%	(0.5)%	30.5%	28.8%		
				ROCE	6.6%	1.6%	28.5%	29.2%		
				EV/Sales	1.05x	0.91x	0.60x	0.49x		
				EV/EBITDA	24.7x	28.0x	7.0x	5.7x		
Antal aktier		9.8m		EV/EBIT	77.8x	276.1x	10.0x	8.0x	Analytiker markus.almerud@penser.se	
Market cap		310		P/E, adj	221.7x	(1,227.8)x	13.4x	10.6x		
Nettoskuld		4		P/Equity	9.7x	4.8x	3.5x	2.7x		
EV		314		Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.		2.7(k)		FCF yield	4.2%	1.7%	8.0%	12.5%		
Reuters/Bloomberg		TSEC.ST/TSEC SS		Net Debt/EBITDA	0.3g	0.6g	(0.2)g	(0.8)g		



Sammanfattning

USA-etablering kan bli transformativ

Investment Case

En snabb omvandling av arbetsliv och samhälle i kombination med en stadig ökning av antalet anmälda brott i Sverige gör att rättsvårdande myndigheter inte förmår ge den trygghet och säkerhet som förväntas. Som en kompletterande och överlappande aktör blir därför säkerhetsbranschen en allt viktigare spelare. Säkerhetsbranschen som helhet beräknas växa med 7% per år i genomsnitt. Rådgivning växer snabbast medan Bevakning (inklusive Parkering) växer långsammast.

Tempest Security har som målsättning att växa till en miljard i omsättning med 10% EBITDA-marginal 2025 vilket innebär mer än en tredubbling från 300 mkr 2020. Tillväxten ska komma från en kombination av organisk tillväxt och förvärv – vi räknar med 300–400 mkr i förvärvad tillväxt de kommande fem åren. Sedan målet sattes har Tempest etablerat verksamhet inom Särskilda Tjänster i USA och vi ser denna etablering som potentiellt transformativ för bolaget med en estimerad omsättning på 250 mkr om fem år och en EBITDA-marginal på runt 15%.

Enligt våra beräkningar reflekterar aktien varken förvärven fullt ut eller USA-etableringen. Även utan förvärv och innan vi adderat USA-etableringen räknar vi med en fördubbling av omsättningen men räknar med en marginal under 10% eftersom de koncerngemensamma kostnaderna tynger. Vi ser ett värde på 30 kr per aktie för den ursprungliga verksamheten och dess organiska tillväxt men ser ytterligare nästan 24 kr i värde på Särskilda Tjänsters USA-verksamhet och därtill nästan 30 kr i potential från kommande förvärv. Nyheter från USA-satsningen och ytterligare förvärv är med andra ord kritiska för aktiens utveckling.

Bolags profil

Tempest Security är en helhetsleverantör av anpassade säkerhetslösningar. Bolaget har fyra verksamhetsområden: Bevakning som erbjuder traditionella bevakningstjänster, Särskilda Tjänster som erbjuder tjänster som personskydd, bakgrundskontroller och utredningsverksamhet, Teknik som erbjuder projektering och service av kameraövervakningssystem, larm- och passagesystem samt Övervakning som är Tempests larmcentral. Bolaget hade 300 mkr i omsättning 2020.

Värdering

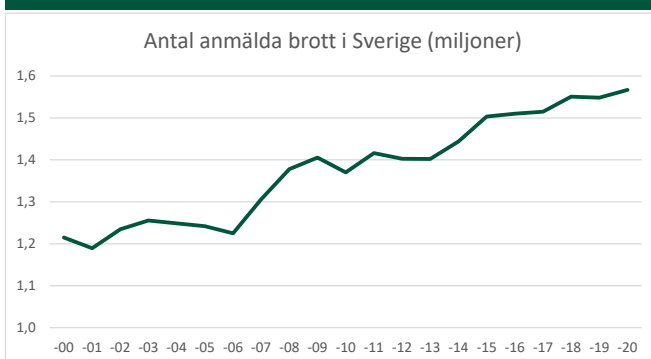
En signifikant del av målet om en miljard i omsättning 2025 ska uppnås via förvärv (vi räknar med förvärv på 300-400 mkr) och förvärv måste därför tas i beaktande när vi värderar Tempest. Vidare har bolaget etablerat Särskilda Tjänster i USA sedan målsättningarna sattes. Vi tror att etableringen kan vara transformativ och vår värdering måste även ta in detta. Vi använder därför SOTP som vår huvudvärderingsmetod. Då målen är satta på EBITDA använder vi EV/EBITDA på 2025e och nuvärdesberäknar värdena. Vi använder EV/EBITDA 8x för Bevakning, 10x för Särskilda Tjänster och 9x för Övriga och för de koncerngemensamma kostnaderna.

Motiverat värde

81–82 kr.

Tempest i diagram

Antalet anmälda brott i Sverige ökar stadigt...



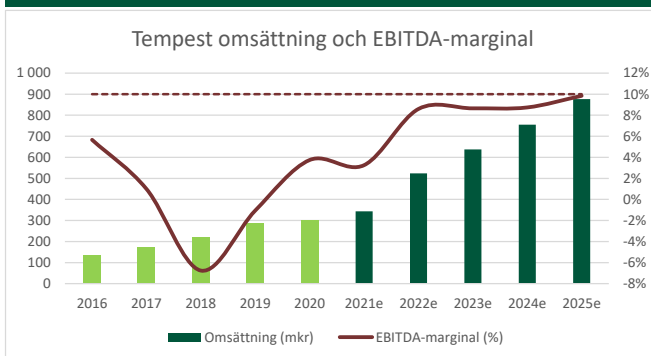
BRÅ, EPB

...vilket driver tillväxten i säkerhetsbranschen



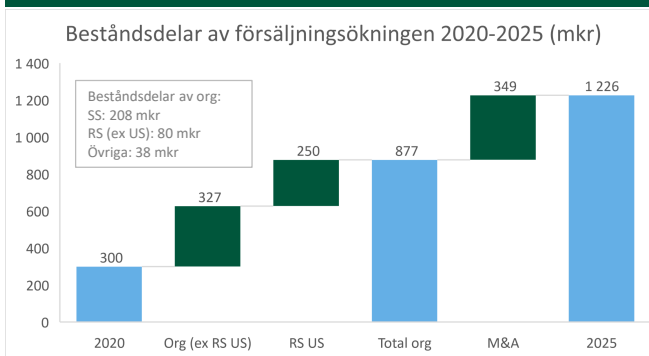
Confidence, Tempest Security, EPB

Vi estimerar en omsättning på runt 900 mkr 2025 och en EBITDA marginal på 10%



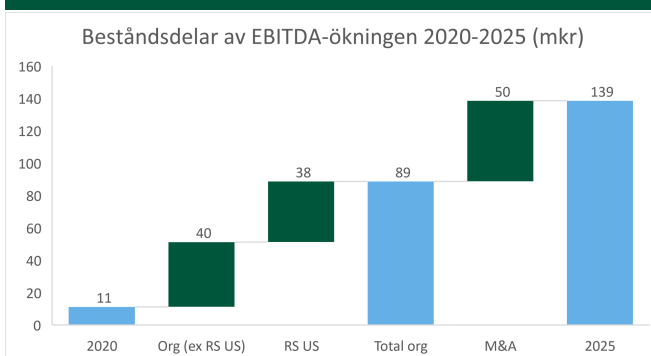
Bolaget, EPB

Utöver organisk tillväxt ser vi signifikanta bidrag från Särskilda Tjänster i USA och M&A



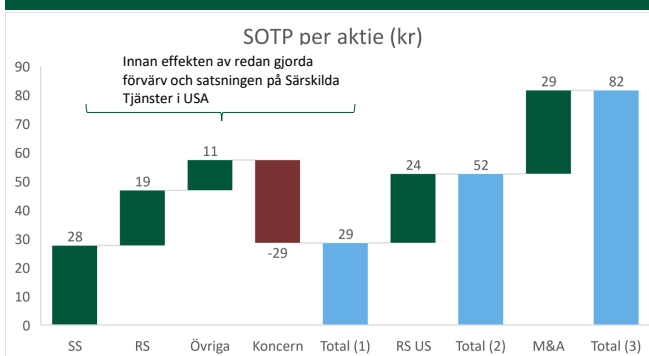
EPB

Inklusive Särskilda Tjänster i USA och M&A ser vi en EBITDA-marginal på 11% 2025e...



EPB

...och ser signifikant uppsida i aktien om båda dessa skulle materialiseras



EPB

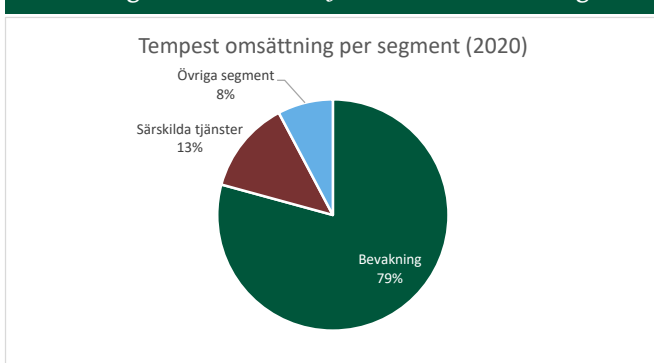
Tempest Security – Beskrivning av bolaget och dess historik

Tempest Security och Tempest Group grundades som ett service- och bemanningsbolag av Andrew Spry (nuvarande VD) 2004. 2009 utökades verksamheten till att omfatta säkerhet, de blev ett auktoriserat bevakningsbolag och bytte namn till Tempest Security. Bolaget har sedan dess vuxit snabbt och man är nu en av Sveriges fem största leverantörer av säkerhetstjänster samt Sveriges tredje största bevakningsleverantör.

Tempest Security är idag en helhetsleverantör av anpassade säkerhetslösningar och koncernen hade 2020 300 mkr i omsättning och ca 850 medarbetare. Bolaget har fyra verksamhetsområden fördelade på tre affärsområden varav Bevakning står för majoriteten. Sverige utgjorde 95% av 2020, men försäljningen utanför Sverige ökar kraftigt – i H1'21 stod Sverige för 91% av omsättningen. Tempest har verksamhet i Norge, Danmark, Finland, Storbritannien, Tyskland, Turkiet och USA.

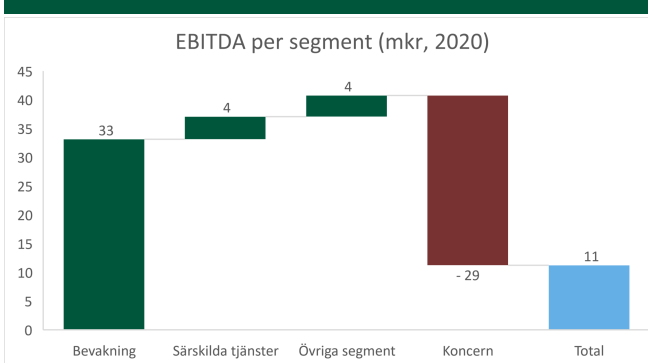
Tempests grundfilosofi är att vara nära både kunder och medarbetare, utmana marknaden med innovation och arbeta med långsiktiga relationer – både med kunder och medarbetare. Intäkterna är till stor del återkommande och kundrelationerna är ofta långa. Koncernens huvudsakliga kostnader består av personalkostnader.

Bevakning stod för en majoritet av omsättningen...



Bolaget, EPB

...såväl som resultatet 2020



Bolaget, EPB

Bevakning – tredje största bevakningsbolaget i Sverige

Bevakning (Security Services, SS) rymmer det som ofta benämns traditionella bevakningstjänster, det vill säga stationär och ronderande bevakning samt larmutryckningar utförda av primärt väktare, ordningsvakter och skyddsvakter. Tjänsterna är stationära, mobila eller en kombination av de två.

Affären är till sin natur stabil med relativt långa avtalstider och låg kundomsättning. Bevakning har under lång tid visat en hög, stadig årlig tillväxt som varit långt över branschens tillväxtsiffror.

Tempest Security är det tredje största bevakningsbolaget i Sverige efter Securitas och Avarn (hopslagna Nokas och G4S), men med lite mer än 200 mkr i omsättning 2020 är Tempests affär försvinnande liten jämfört med Securitas och Avarn (3–5 mkr i omsättning). De största slutkundssektorerna är detaljhandeln och hotell, men ingen slutmarknad är dominerande. Andra konkurrenter inkluderar Cubsec och Rapid Säkerhet.

Särskilda tjänster

Särskilda tjänster (Risk Solutions, RS) säljer tjänster som personskydd, bakgrundskontroller och utredningsverksamhet. Tempest lyckades rekrytera stora delar av Securitas personskyddsavdelning 2013 och med förvärvet av Gothia Protection fick Tempest den största privata personskyddsverksamheten i Sverige. Konkurrenter inkluderar Scandinavian Risk Solutions (SRS) och 2Secure.

Övriga segment

Teknik: projektering och service av framför allt kameraövervakningssystem men även larm- och passagesystem och andra specialanpassade säkerhetslösningar. Tempest har ingen egen teknik utan lägger ut på sina partners när kunder efterfrågar den typen av tjänster.

Övervakning: Tempests larmcentral (Security Operations Center, SOC) hanterar larm- och kameraövervakning, operativa insatser et cetera - larmcentralen kopplar fristående larm till centralen (endast B2B). Konkurrenter inkluderar Securitas, Avarn, Stanley och till viss del SOS Alarm.

Redo för de större kontrakten

Sedan börsintroduktionen 2017 har Tempest:

- Expanderat inom specialtjänster med nya kvalificerade kunder, inklusive Riksbanken
- Växt skalbara tjänster som larmcentralen
- Växt snabbt inom bevakningstjänster med kunder såsom Scania, Atrium Ljungberg, NK i Stockholm och Göteborg
- Gjort fem förvärv varav tre 2021
- Investerat i plattformar

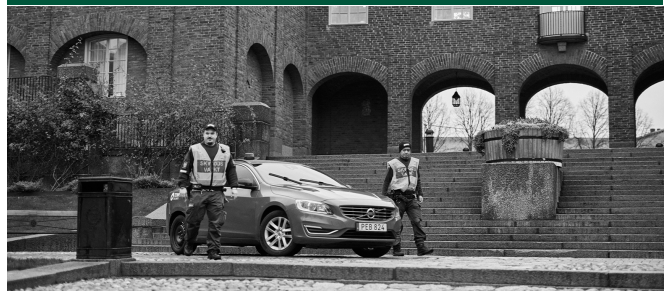
När vi nu kommer ut ur pandemin har Tempest en organisation som är redo för att ta större kontrakt, vilket ger chans till stora språng vad gäller tillväxt.

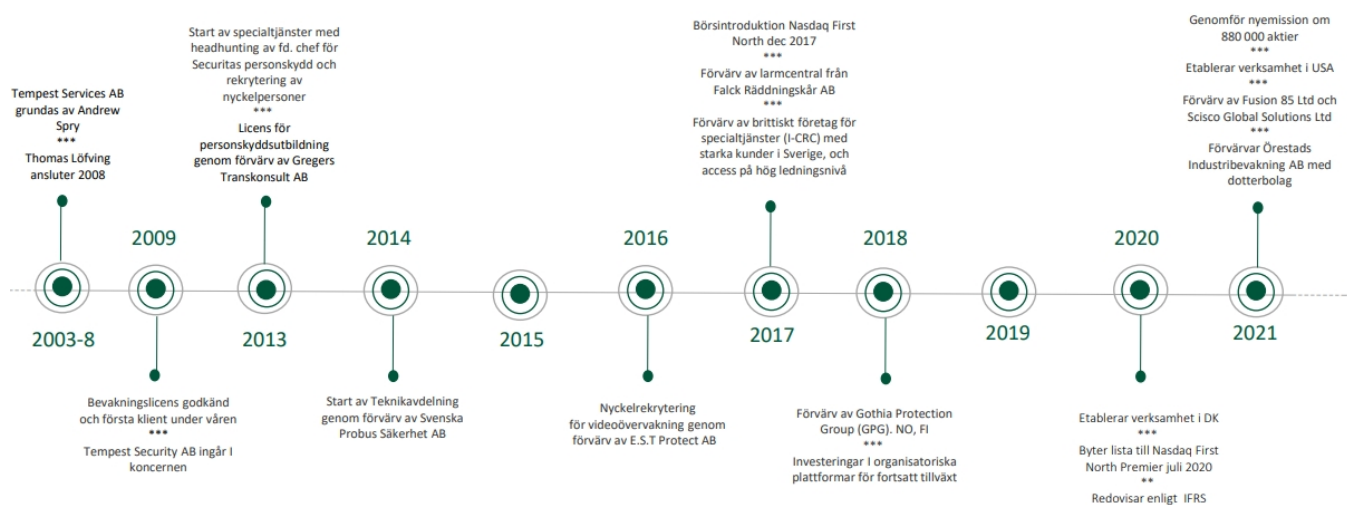
Exempel på Tempests tjänster inkluderar...



Bolaget, EPB

...ordningsvakter och skyddsvakter



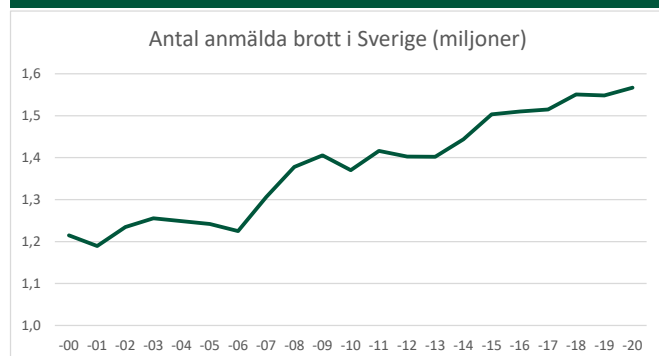


Marknadsanalys

Säkerhetsmarknaden står inför förändring. Arbetsliv och samhälle omvandlas snabbt vilket leder till social och politisk oro. Brottsstatistiken i Sverige är dyster och samhällsdebatten kretsar alltmer kring säkerhets- och trygghetsfrågor samtidigt som diskussionsklimatet har blivit hårdare. Allt detta gör säkerhetsbranschen till en allt viktigare aktör. Branschen kan beskrivas som överlappande såväl som kompletterande till de brottsbekämpande myndigheternas verksamhet.

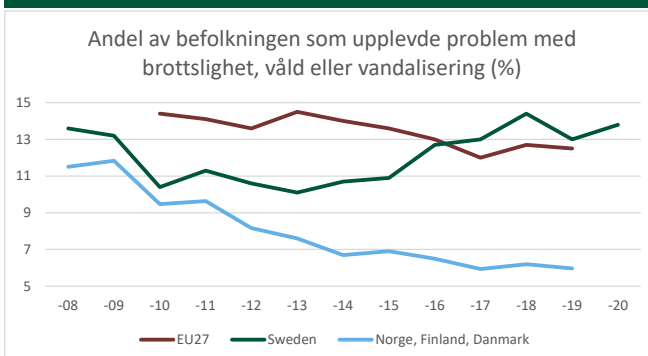
Detta har lett till att faktisk såväl som upplevd trygghet prioriteras i allt större utsträckning av många aktörer i samhället – både privata och offentliga.

Antalet anmälda brott i Sverige har fortsatt öka och Sverige...



BRÅ, EPB

...ligger betydligt högre än de nordiska grannländerna



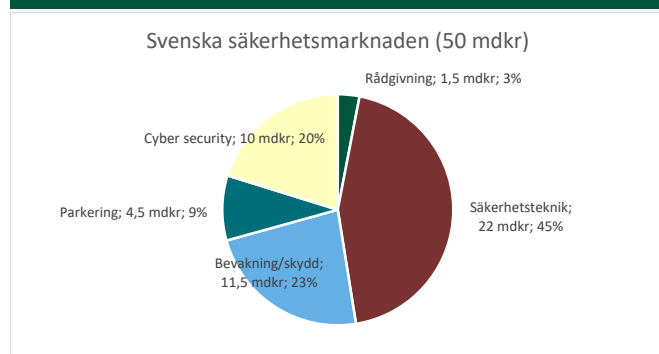
Eurostat, EU-SILC, EPB

7% tillväxt för branschen som helhet

Inklusive cybersäkerhet omsätter säkerhetsbranschen i Sverige ca 50 mdkr, beroende på hur man definierar den. Enligt en kartläggning av branschorganisationen SäkerhetsBranschen år 2021 omsätter branschen till exempel mer än 90 mdkr. I rapporten drar organisationen slutsatsen att det förekommer en underskattning av branschens storlek då informationen om en del av de internationella företagen inte är offentlig.

Säkerhetsteknik är den största delen av marknaden medan rådgivning växer snabbast, dock från låga nivåer. Som helhet växer marknaden, som den är definierad i diagrammet nedan, med 7% (beräknat som ett viktat genomsnitt).

Säkerhetsteknik är den största delen av den svenska säkerhetsmarknaden...



Confidence, Tempest Security, EPB

Rådgivning växer snabbast och bevakning långsammast



Confidence, Tempest Security, EPB

En bransch under förändring...

Risken för terrorism och annan systemhotande brottslighet ökar. Dessutom leder flera globala makrotrender som globalisering, urbanisering och migration till ökande ekonomiska klyftor vilket i sin tur genererar social och politisk instabilitet.

Samtidigt är inte skattefinansieringen av rättsvårdande myndigheter i linje med vad många invånare förväntar sig. Både företag och privatpersoner känner att statsmakterna inte ger den trygghet och säkerhet som man kan förvänta sig och därmed växer behovet av att köpa denna typ av tjänster på den privata marknaden. Att statsmakterna globalt nu även kommer att stå med stora skulder efter pandemin samtidigt som kraven på en utbyggd välfärd och sjukvård ökar, talar troligtvis inte till förmån för att anslagen till brottsförebyggande arbete kommer att öka.

För många arbetsgivare har förflyttningen av arbetstagare från kontoret till hemmet, under pandemin, vuxit fram som en helt ny utmaning. Vi bedömer att detta framgent kommer att förbli en stor fråga. Arbetsgivarens ansvar för medarbetaren kvarstår, men denne befinner sig på en annan plats, potentiellt med en annan hotbild. Arbetsgivare som ger större flexibilitet kommer att möta utmaningar i säkerhet och trygghet som de inte är anpassade för.

Utöver detta släpar säkerhetssektorn efter i digitaliseringen – många leverantörer förlitar sig på att erbjuda traditionella tjänster. Allt detta gör att efterfrågan på säkerhetstjänster kommer att vara hög framöver. Investeringar i nya moderna plattformar som tillåter såväl effektiviseringar som utveckling av tjänsterna har hög avkastningspotential.

Marknadsdrivare

Global osäkerhet	Inhemsk osäkerhet	Digitalisering	Populationstillväxt
Ökat Säkerhetsmedvetande *** Terror *** Social oro och politisk instabilitet *** Immigration	Mindre tillgänglighet hos polisen *** Ökat beroende av privata säkerhetsleverantörer *** Polariserad media och egna narrativ	Snabb tillväxt av teknologidrivna lösningar *** Digitalt hot närmare den fysiska världen	Urbanisering *** Ökad befolkningstäthet *** Ökad materiell rikedom

Tempest Security, EPB

...och konsolidering

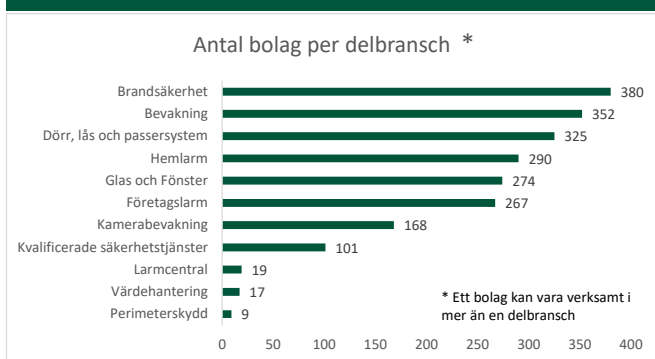
Säkerhetsbranschen är mycket fragmenterad. Konsolideringen som har skett har fokuserat på traditionella tjänster som bevakning och installationer vilket lämnar kvar en potential i specialiserade säkerhetstjänster och områden där digitalisering och skalbarhet är nyckelkomponenter. Ett exempel är bevakningsbranschen där Securitas och Avarn har cirka fem och tre miljarder kronor i omsättning (av en total marknad på 11,5 mdkr) och där Tempest är nummer tre med en omsättning på lite över 200 mkr, vilket innebär att fragmenteringsgraden utöver de 70% som kontrolleras av de två stora är mycket hög.

Enligt rapporten från SäkerhetsBranschen som även diskuteras ovan består branschen av 1 441 företag fördelat på 11 delbranschområden (antalet bolag exkluderar IT-säkerhet och säkerhet kopplad till militär användning). Mätt till antal bolag är Brandsäkerhet det största delbranschområdet tätt följt av Bevakning samt Dörr, lås och passersystem. Den totala omsättningen för företagen i studien är 90 mdkr och de gör en total vinst före skatt på 8,5 mdkr motsvarande en marginal på 9,5% (vinstmarginalen för totalen var 7,9%). Det totala antalet anställda är cirka 47 000

vilket innebär att genomsnittsföretaget har 36 anställda (då ska påpekas att ett fåtal bolag har tusentals anställda vilket gör genomsnitten skeva).

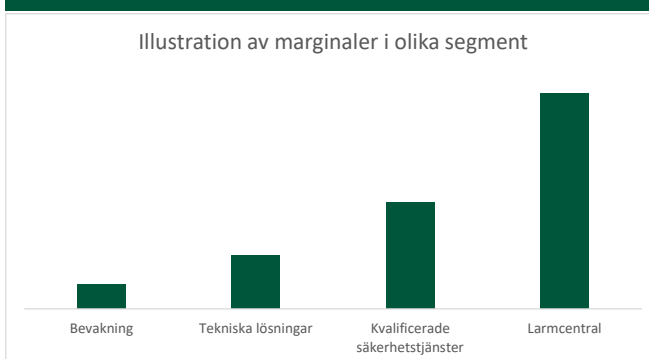
En observation vad gäller certifiering är att merparten av bolagen som är ickecertifierade är små bolag, vilket inte är förvånande, men också att det förekommer ocertifierade bolag inom larmcentral och värdehantering trots krav på certifiering. Det kan även finnas enskilda bolag inom Bevakning och Kvalificerade säkerhetstjänster som saknar auktorisation. SäkerhetsBranschen kommer att kontrollera detta vidare.

Brandsäkerhet och Bevakning har flest antal bolag



SäkerhetsBranschen, EPB

Larmcentraler har högst marginaler



Tempest Security, EPB

Finansiella mål

Då Tempest överträffade de interna mål som krävdes för att nå de tidigare finansiella målen – 500 mkr i omsättning 2022 med en långsiktig EBITDA-marginal om 10% – presenterade de nya finansiella mål för 2025 i samband med Q2'20-rapporten (det vill säga i augusti 2020):

- Omsättning på en miljard (från ca 300 mkr 2020)
- EBITDA-marginal på 10%

Omsättningen ska uppnås genom en blandning av organisk tillväxt och förvärv. Vi uppskattar att Tempest behöver förvärva 300–400 mkr för att nå sina målsättningar och det ska noteras att målsättningarna sattes innan etableringen i USA och att denna icke är del av ovanstående.

Undantaget Särskilda Tjänster i USA tror vi att Bevakning fortsatt är störst även 2025, medan de två kommer att vara ungefär lika stora enligt våra estimat givet USA-etableringen för Särskilda Tjänster. Det ska dock noteras att estimaten för USA är relativt sett osäkra eftersom etableringen är i sin linda.

Exklusive etableringen av RS i USA kommer Bevakning stå för nästan två tredjedelar...

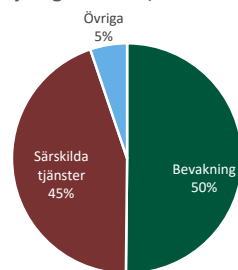
Andel av försäljningen 2025 (inkl. M&A men exkl. RS i USA)



EPB

...medan Särskilda Tjänster är nästan lika stora som Bevakning inklusive USA

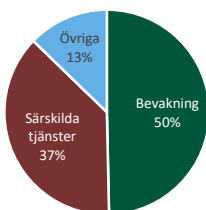
Andel av försäljningen 2025 (inkl. M&A och RS i USA)



EPB

Bevakning står för hälften av vinsten utan Särskilda Tjänsters USA-etablering...

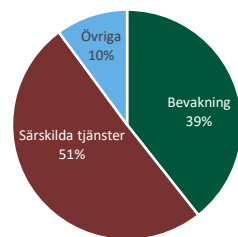
Andel av EBITDA 2025 (inkl. M&A men exkl. koncerngemensamma och RS i USA)



EPB

...medan Särskilda Tjänster är den största bidragsgivaren till vinsten inklusive RS i USA

Andel av EBITDA 2025 (inkl. M&A och RS i USA)



EPB

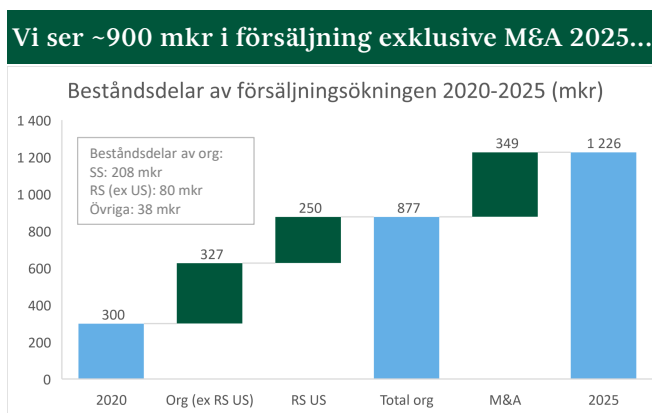
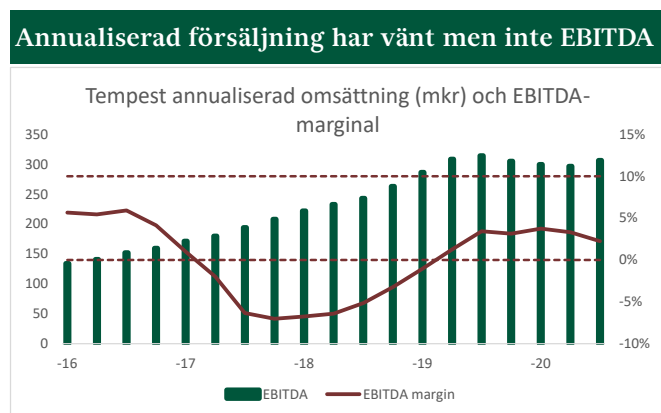
Estimat

Vi ser omsättnings-CAGR på 24% och EBITDA-CAGR på över 50% 2021e–2025e. Balansräkningen är inte en flaskhals för fortsatta förvärv efter nyemissionen i Q1'21.

Omsättning på 900 mkr utan förvärv 2025

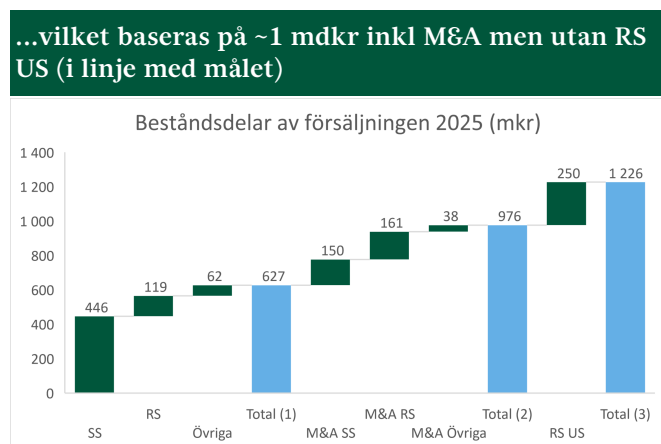
Som diagrammet nedan visar har Tempests omsättningstrend nu vänt upp igen efter nedgången under pandemin. Som diskuteras i föregående kapitel ska målsättningen på en miljard uppnås genom en blandning mellan förvärv och organisk tillväxt och det är viktigt att notera att målsättningen sattes innan etableringen av Särskilda Tjänster i USA.

För att försöka illustrera drivkrafterna bakom våra estimat har vi brutit ut de enskilda komponenterna. I korthet ser vi en omsättning på ungefär 900 mkr 2025e varav Särskilda Tjänster i USA bidrar med ca 250 mkr 2025e vilket innebär att vi ser medelhög tvåsiffrig organisk tillväxt även när vi exkluderar Särskilda Tjänster i USA. På det ser vi 300-400 mkr i förvärvad tillväxt de kommande fem åren vilket innebär en total omsättning på ~1,2 mdkr 2025e inklusive M&A.

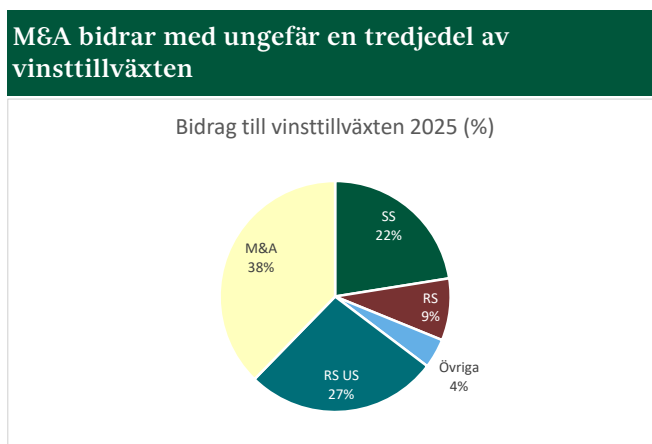


Bolaget, EPB

EPB



EPB



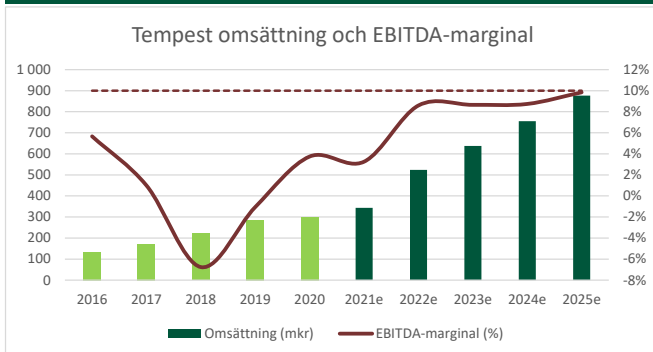
EPB

EBITDA-marginal på 10% 2025

I takt med att de koncerngemensamma kostnaderna, som är uppskalade för att klara M&A, späds ut när förvärvad omsättning adderas så ser vi en EBITDA-marginal på 10% om vi inkluderar M&A men exkluderar Särskilda Tjänster i USA – vilket är i linje med koncernmålet. Med en förväntad EBITDA-marginal (inklusive koncerngemensamma kostnader) i Särskilda Tjänster i USA på 15% så är marginalen 10% även inklusive denna men utan M&A. Om vi

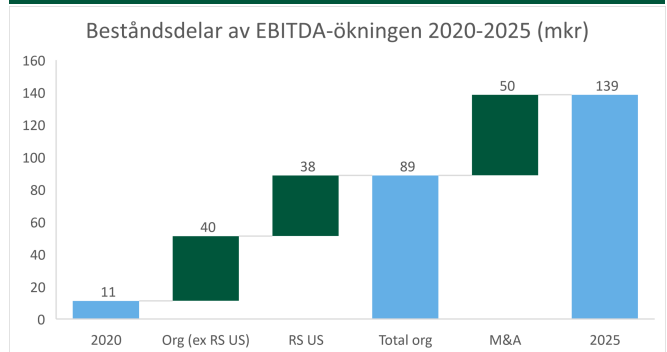
inkluderar såväl förvärv som Särskilda Tjänster i USA ser vi en marginal på 11% 2025. Diagrammen nedan visar detaljerade nedbrytningar av de olika komponenterna.

Inkl. RS i USA räknar vi med ~10% marginal 2025



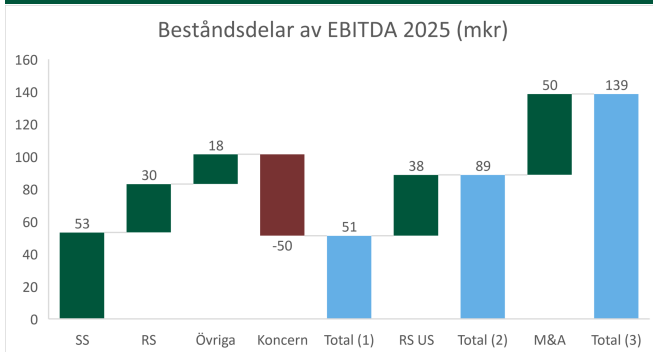
EPB

Alla komponenter centrala för EBITDA 2025



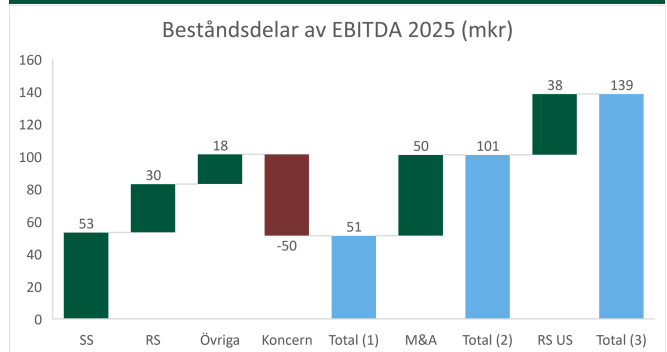
Bolaget, EPB

Marginalen på den organiska tillväxten, dvs. inklusive RS US men utan M&A (10%)...



EPB

...baseras på en marginal på 10% exkl. RS US (i linje med koncernens mål)



EPB

Låg tvåsiffrig organisk tillväxt av omsättningen i Bevakning kommande fem år

Vi saknar siffror för de tre affärsområdena före 2019. Bevakning eller Security Solutions (SS) är den tredje största bevakningsleverantören i Sverige efter Securitas och Avarn (hopslagna Nokas och G4S) men är betydligt mindre – utöver de 70% av markanden som kontrolleras av de två stora är marknaden oerhört fragmenterad. I takt med att Tempest har vuxit och nått en kritisk massa har de kunnat bjuda på större kontrakt än tidigare. En fjäder i hatten och en bra illustration av vad som är möjligt är avtalet med Scania på ca 230 mkr eller ungefär 45 mkr per år som de vann 2019. Exklusive Scania är den genomsnittliga storleken 5 mkr på de avtal som har annonserats.

Bevakning hade en omsättning på ca 240 mkr 2020 och vi estimerar en omsättning på ca 450 mkr 2025 (exklusive M&A) vilket med andra ord innebär en nettoökning per år på 40–45 mkr. Detta innebär att de skulle behöva vinna 8–9 genomsnittliga kontrakt per år eller ett antal stora kontrakt för att uppnå detta. Bolaget blir nu inbjudna till diskussioner om kontrakt i storleken 40–80 mkr vilket de inte har blivit förut och det gör att vi tror att detta är uppnåeligt.

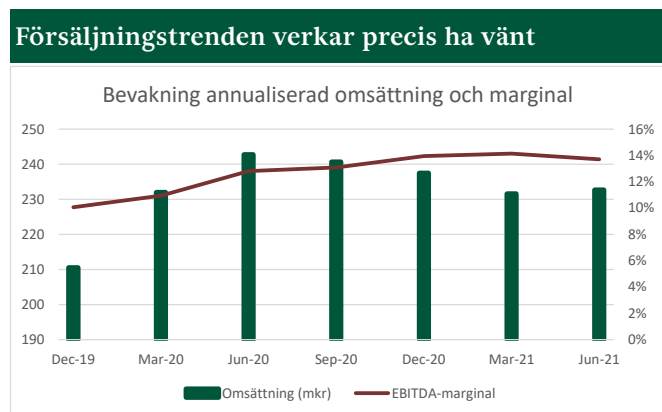
Bevakningsbranschen är konservativ och trögrörlig – byten av leverantör är relativt ovanligt. Vi tror dock att den nya säkerhetsskyddslagstiftningen (2018:585), som började gälla 2 april 2019, kan leda till omförhandlingar av många avtal kommande år vilket skapar möjligheter för Tempest att komma in.

Den nya lagen gäller för verksamheter – både offentliga och privata – som bedriver verksamhet av betydelse för Sveriges säkerhet eller som omfattas av ett för Sverige förpliktande internationellt åtagande om säkerhetsskydd.

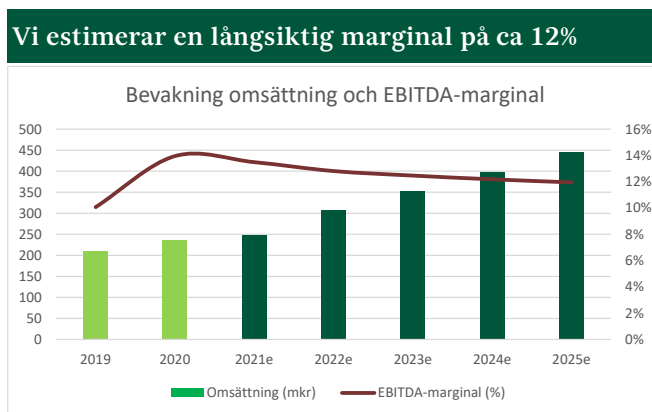
Med säkerhetsskydd avses skydd av säkerhetskänslig verksamhet mot spioneri, sabotage, terroristbrott och andra brott som kan hota verksamheten. Exempel på verksamheter som kan komma att påverkas är till exempel kritisk infrastruktur och deras system för drift eftersom dessa utgör en potentiell svag punkt.

Den som bedriver säkerhetskänslig verksamhet ska utreda behovet av säkerhetsskydd och med utgångspunkt i analysen planera och vidta de säkerhetsskyddsåtgärder som behövs. Fysisk säkerhet ska förebygga att obehöriga får tillträde till områden, byggnader och andra anläggningar eller objekt där de kan få tillgång till säkerhetsskyddsklassificerade uppgifter eller där säkerhetskänslig verksamhet i övrigt bedrivs. Det ska även förebyggas att säkerhetsskyddsklassificerade uppgifter obehörigen röjs, ändras, görs otillgängliga eller förstörs.

Utöver ovan diskuterad försäljning tror vi att Bevakning kan komma att addera ca 150 mkr i förvärv de kommande fem åren. Detta innebär att vi estimerar låg tvåsiffrig genomsnittlig tillväxt de kommande fem åren utan förvärv och medelhöga tvåsiffriga tillväxttal inklusive förvärv. Baserat på diskussioner med bolaget tror vi att 12% är en hållbar långsiktig marginal och vi estimerar att marginalen långsiktigt sjunker mot 12%.



Bolaget, EPB



Bolaget, EPB

Särskilda Tjänsters USA-etablering kan vara transformativ

När rese- och arbetsmönstren ändrades under covid-19-pandemin drabbades Särskilda Tjänster (Risk Solutions, RS) hårt. Det är framför allt personskyddsverksamheten som har varit utmanande medan person- och bakgrundskontroller har mött en ökad efterfrågan.

RS etablerade verksamhet i Danmark 2020 och USA i maj 2021. Danmark går bättre än väntat och kommer att ge ett gott bidrag till den organiska tillväxten de kommande åren. USA-etableringen kan dock komma att bli transformativ för Tempest. Att gå in i USA var ursprungligen inte planerat förrän efter 2025 – tanken var att de skulle bli en paneuropeisk säkerhetsleverantör.

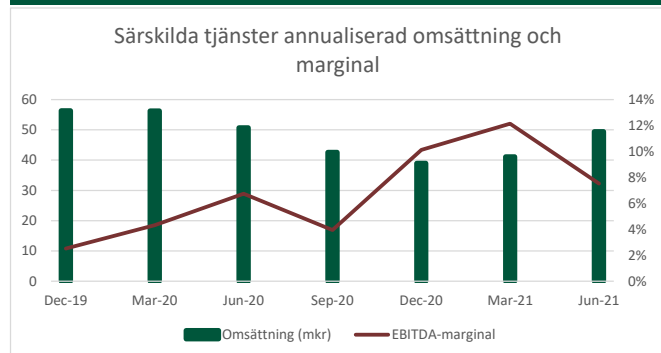
Bakgrunden till att de valde att gå in i USA nu är gapet i marknaden som uppstått efter de senaste årens förvärvsvåg. Både Allied Universal och Garda har drivit en konsolidering av den amerikanska marknaden – vi har till exempel sett Allied Universal köpa G4S. När relationer ändras byter man ofta leverantör och dessutom lyckades Tempest knyta vissa nyckelpersoner till sig, vilket är viktigt inom säkerhetsbranschen eftersom förtroende är centralt. USA-chefen har byggt amerikanska Snaps säkerhetsavdelning och har en lång bakgrund inom tekniksektorn i USA.

Eftersom målsättningarna för 2025 sattes innan etableringen av RS i USA var planerad har vi isolerat denna del både i våra estimat och i vår värdering. Sammanfattningsvis ser vi en omsättning exklusive M&A på cirka 370 mkr 2025 varav USA står för cirka 250 mkr och den nuvarande verksamheten för resterande 120 mkr. Detta motsvarar 25% organisk tillväxt exklusive USA men från låga nivåer 2020 (medelhöga tvåsiffriga tillväxttal om man använde 2019 som bas). Utöver detta ser vi 150–200 mkr i förvärv.

För att sätta omsättningen i relation till målet för 2025 så antar vi att Särskilda Tjänster exklusive USA står för cirka en tredjedel av miljarden 2025 om man inkluderar M&A.

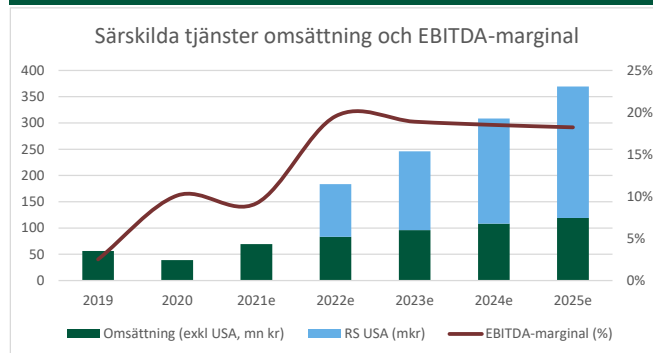
Kostnader för etableringen i Danmark och USA, integrationen av de köpta UK-bolagen samt viss underabsorption har tyngt resultatet de senaste kvartalerna. I takt med att omsättningen kommer tillbaka med högre kapacitetsutnyttjande som följd och när etableringskostnaderna är bakom oss ser vi dock en marginal i storleksordningen 25% för de Europeiska delarna av Särskilda Tjänster. USA kommer att bära sina egna koncerngemensamma kostnader och vi tror därför att marginalen kommer att ligga på runt 15%. Detta leder till en marginal på 18% 2025 för Särskilda Tjänster som helhet.

Omsättningstrenden har vänt upp



Bolaget, EPB

18% EBITDA-marginal 2025

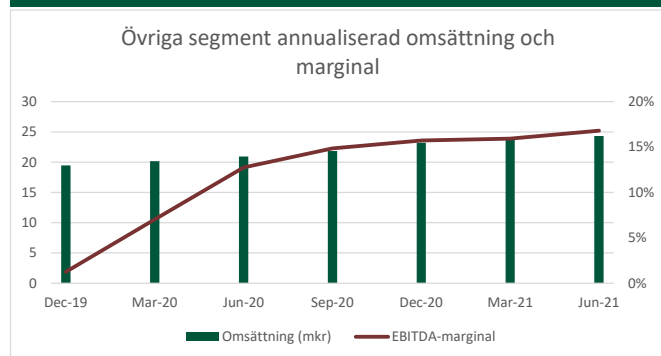


Bolaget, EPB

Övriga segment den mest utmanande delen av tillväxtstrategin

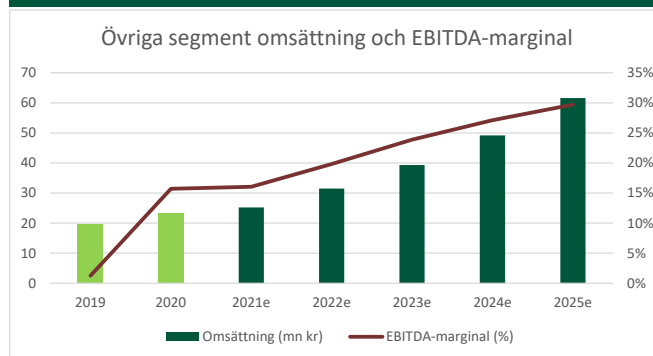
Övriga segment innefattar Övervakning och Teknik där övervakning är larmcentralen som Tempest köpte från Falck 2017. Vi tror att övriga segment kommer att stå för cirka 10% av affären 2025 (inklusive förvärv) och att ungefär hälften av omsättningstillväxten kommer förvärfvas. Här bör påpekas att det finns mindre att förvärva än i andra verksamheter och att denna del av tillväxtstrategin är den mest utmanande. Larmcentralen (Security Operations Center, SOC) är en skalbar verksamhet. Vi ser en EBITDA-marginal på runt 30% 2025e.

EBITDA-marginalen fortsätter att expandera...



Bolaget, EPB

...och vi tror att expansionen fortsätter

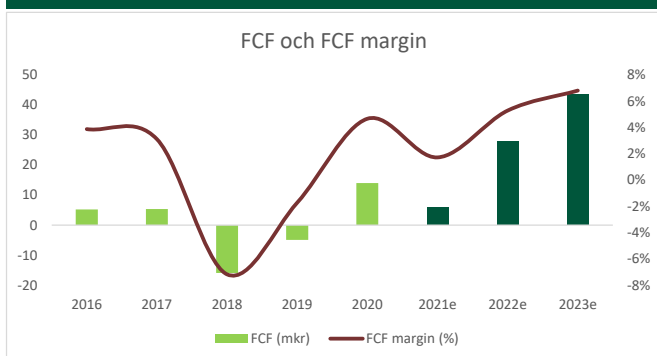


Bolaget, EPB

Förbättring av resultatet driver ned skuldsättningen ytterligare

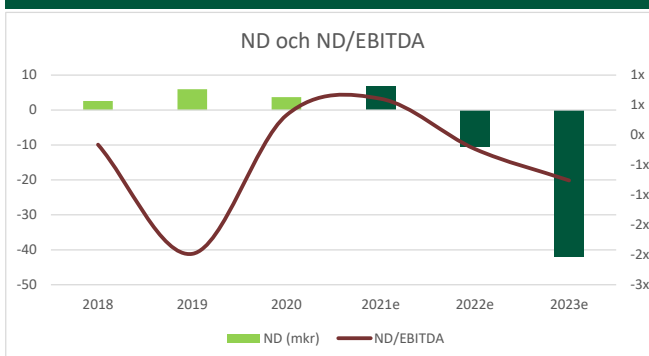
Efter nyemissionen i Q1'21, som drog in nästan 33 mkr, har Tempest nettokassa vilket kommer att behövas när förvärvstakten accelereras och för att finansiera expansionen av Särskilda Tjänster i USA. Trots negativt operativt kassaflöde var nettoskulden -5 mkr i slutet av Q2'21 inklusive leasingkulder och -36 mkr exklusive leasingkulder.

Kassaflödet förbättras i takt med resultatet...



Bolaget, EPB

...vilket fortsätter att stärka balansräkningen



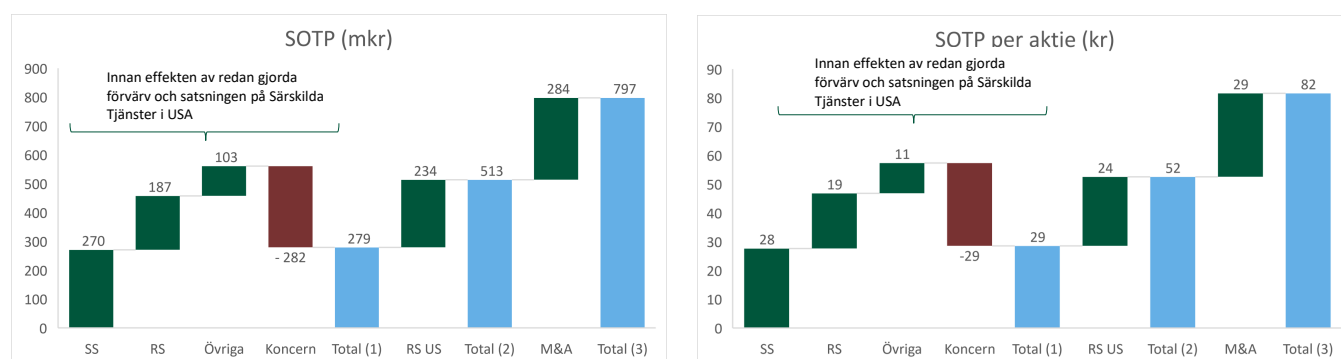
Bolaget, EPB

Värdering

Med en genomsnittlig EV/EBITDA på 9x 2025e EBITDA – vi applicerar våra målmultiplar på 2025 eftersom bolagets målsättningar är satta på 2025 – får vi ett värde på 52 kr i vår SOTP. Utöver detta ser vi uppsida till 82 kr från kommande förvärv.

Använder SOTP som huvudsaklig värderingsmetod

Med en målsättning att mer än tredubbla omsättningen från 2020, där en betydande del är förvärv och med etableringen av Särskilda Tjänster i USA som ytterligare komplicerande faktor ser vi ett behov av att bryta ut komponenterna och använder SOTP som huvudsaklig värderingsmetod. Eftersom målsättningarna är satta på 2025 använder vi målmultiplar på 2025 års estimat och nuvärdesberäknar sedan värdena. Vi får ett totalt värde per aktie på 29 kr utan hänsyn tagen till Särskilda Tjänster i USA eller M&A och 82 kr inklusive båda.

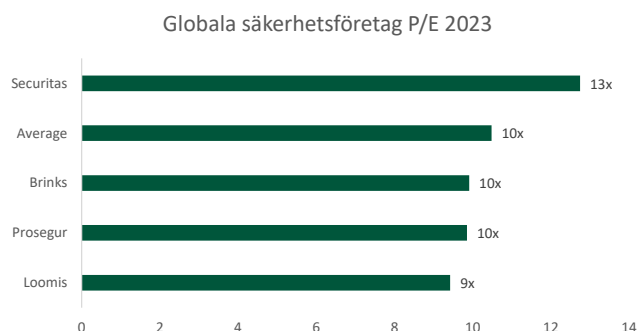


I genomsnitt använder vi EV/EBITDA 9x för Tempests verksamheter

- **Bevakning (SS):** Vi använder EV/EBITDA 8x för Bevakning, Detta är högre än Securitas, det bästa listade jämförelsebolaget för Bevakning, vilket vi tycker är motiverat med tanke på 1) den högre tillväxten och 2) Securitas handlades på EV/EBITDA ~10x under perioden 2014–2018 vilket innebär att det går att hitta historiskt stöd för de nivåerna.
- **Särskilda Tjänster (RS):** Vi värderar enheten exklusive USA och använder EV/EBITDA 10x för att ta hänsyn till den högre tillväxten.
- **Övriga:** Vi använder EV/EBITDA på 9x vilket är mellan Bevakning och Särskilda Tjänster. Detta är för att vi ser högre lönsamhet än i Bevakning samtidigt som vi ser risken för våra estimat som högre än för Särskilda Tjänster.
- **Koncerngemensamma kostnader:** Vi använder 9x EV/EBITDA för centrala kostnader vilket är i linje med genomsnittet för koncernen.
- **Särskilda Tjänster (RS) USA:** Vi använder 10x EV/EBITDA – samma som övriga Särskilda Tjänster.
- **M&A:** Vi använder samma multipel som för det område som gör förvärvet.

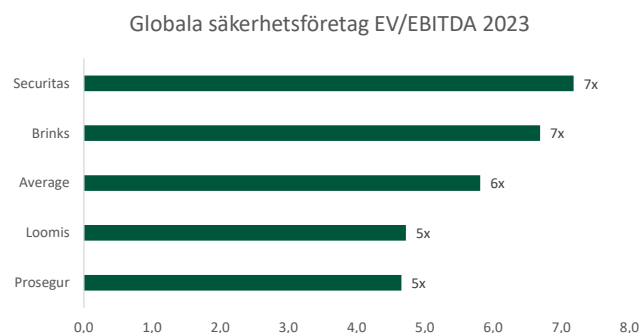
När vi nuvärdesberäknar värdena använder vi en WACC på 10%.

Globala säkerhetsföretagen handlas på P/E 10x...



Factset, EPB

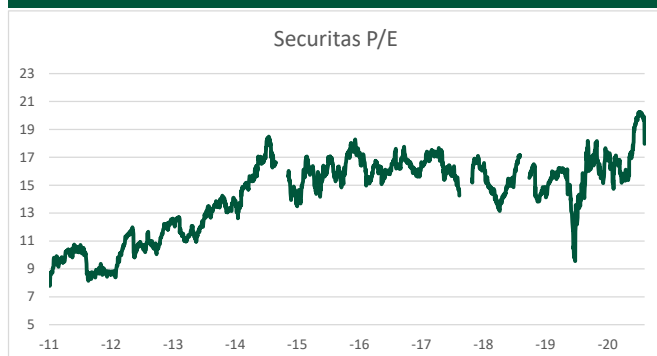
...och EV/EBITDA 6x på 2023e



Factset, EPB

Om vi applicerar Securitas framåtblickande EV/EBITDA (7x) på Tempest målsättningar och nuvärdesberäknar får vi cirka 50 kr. Omvänt reflekterar nuvarande kurs antingen EV/EBITDA 5x (förutsatt att målsättningarna nås) alternativt att de når cirka 700 mkr i omsättning 2025. Oavsett tror marknaden inte på målen och/eller tar varken hänsyn till förvärven eller USA-satsningen.

Securitas handlade många år på P/E 16–17x...



Factset, EPB

...och EV/EBITDA på 10–11x



Factset, EPB

Ägarbild, styrelse och ledning

Ägarbild

Största ägare i Tempest Security sett till både kapital och röster är Andrew Spry med 20,87%. Följande ägares procentsatser motsvarar också både kapital och röster; Thomas Löfving (19,38%), Athanase Industrial Partners (18,27%) och Swedbank Robur Fonder (9,21%).

Styrelse

I dagsläget består Tempest Securitys styrelse av 4+1 styrelseledamöter, vilka följer nedan.

Daniel Nyhrén, Styrelseordförande. Styrelseordförande sedan 2021, styrelseledamot sedan 2019, oberoende i relation till företaget och förvaltning men inte i relation till större aktieägare. Utöver sin post i Tempest är Daniel delägare i Athanase Industrial Partner och styrelseledamot i Ivysys AB och Nordic Art Wall AB. Tidigare uppdrag omfattar poster som styrelseledamot i Zutec Holding AB, Röhnisch SE Holding AB och NOTE AB samt en post som styrelseordförande i Global Batteries AB.

Andrew Spry, Styrelseledamot & VD. Styrelseledamot sedan 2013, ej oberoende i förhållande till bolaget, ledningen och större aktieägare. Utöver sina poster i Tempest är Andrew styrelseledamot i Electrolux Maintenance and Commercial Services. Tidigare uppdrag omfattar en post som styrelseledamot i Orion Risk Group samt post som styrelsesuppleant i Termino C 1958 AB. Andrew är största ägare i Tempest Security sett till både kapital och röster.

Thomas Löfving, Styrelseledamot. Styrelseledamot 2013–2017 och omvald 2019, oberoende i förhållande till ledningen men inte i relation till bolaget och större aktieägare. Tidigare post som CFO inom koncernen samt som styrelsesuppleant i GRANAT Stockholm AB. Thomas är också näst största ägare i Tempest sett till kapital och röster.

Michael Silfverberg, Styrelseledamot. Styrelseledamot sedan 2017, oberoende i förhållande till bolaget, ledningen och större aktieägare. Övriga uppdrag omfattar poster som styrelseordförande i Multibrackets Europe AB, solid Administration Stockholm AB, Tenant Services Sweden AB och DooHClick AB. I följande företag har Michael post som styrelseledamot; Degauss Labs Europe AB, Stockholm Yacht Center AB, Silfvergruppen AB, Nero Stockholm Restaurang AB, Einar Andersson Efterträdare AB och Supreme Marine AB. Michael har tidigare agerat styrelseledamot i AdCityMedia AB, Stora Ekholmens Fastighets AB, Divvit AB, Nero K25 A, Scandinavian Pro Capital-SPC AB och Ramstrom Production AB.

Helena Skarle, Styrelseledamot. Styrelseledamot sedan 2021, oberoende i förhållande till bolag och större aktieägare. Övriga befattningar omfattar post som Executive Management Advisor till Sunrise Medical GmbH samt Styrelseledamot i Noctuis AB. Helena är tidigare Group Executive Vice President i Handicare Group AB.

Ledning

Andrew Spry, VD. VD sedan 2008.

Lotta Iverstrand, CFO. CFO sedan 2019. Tidigare befattningar omfattar Head of Finance på Tempest Security AB och auktoriserad revisor på Ernst & Young AB.

Marie Rosenquist, Head of HR. Head of HR sedan 2017 och Deputy CEO sedan 2019. Tidigare HR-chef för Synsam Drifts AB till 2017.

Anders Lundström, Head of Security Services. Head of Security Services sedan 2017. Tidigare VD på Addici Security AB samt styrelseledamot på säkerhetsföretagen Almega.

Sonny Schürer, Head of Risk Solution. Head of Risk Solution sedan 2021. Sonny är nuvarande Treasurer och styrelseledamot på ASIS Danmark. Tidigare poster som CEO och styrelseledamot på Member AS Solution.

Janne Rastas, Head of Sales. Head of Sales sedan 2018. Tidigare affärsutvecklingschef inom säkerhet på Coor Service Management.

Carl Höglund, Senior Advisor. Senior Advisor sedan 2017. Övrig post som Styrelseledamot i Eyeonid AB och tidigare Head of Operational Security på Modern Times Group MTG AB.

Peter Köhler, Senior Advisor. Senior Advisor sedan 2014.

ESG-analys

Tempests arbete för att främja hållbarhet innefattar att välja miljövänliga fordon, göra undersökningar om arbetsmiljön samt införa policies och riktlinjer för att förbättra de anställdas villkor. Bolaget verkar inom säkerhetsbranschen, och de produkter och tjänster som Tempest erbjuder kan bidra till tryggare samhällen och ökad säkerhet för särskilda individer.

Environment

Bolagets främsta miljöpåverkan är genom fordon för utbildning av koncernens bilförare. Under 2020 ökade andelen bilar som helt eller delvis har eldrift till 50% jämfört med 2019 då andelen var 41%. Antal fordon som endast drivs av el uppgick till 46% under 2020, en ökning från 27% under 2019. I övrigt har bolaget konstaterat att de aktivt arbetar med att välja de leverantörer, produkter och tjänster som har minsta möjliga miljöpåverkan.

Social

För att främja hälsa och säkerhet för sin personal har Tempest Security använt sig av det digitala verktyget GIA (Guarding – Informationssystem om Arbetsmiljö). Detta ska ge en översiktlig bild av de anställdas arbetsmiljö, vilket också kan följas upp med åtgärder och initiativ. Under 2020 har personalens säkerhet varit ett särskilt fokus för bolaget, som arbetat med riskbedömningar och handlingsplaner för att hantera smittspridning av covid-19. I samarbete med BYA (säkerhetsbranschens utbildningsinsats) har chefer utbildats inom Arbetsmiljö och Hälsa, vilket i sin tur kan förbättra arbetet för alla anställda på Tempest.

Governance

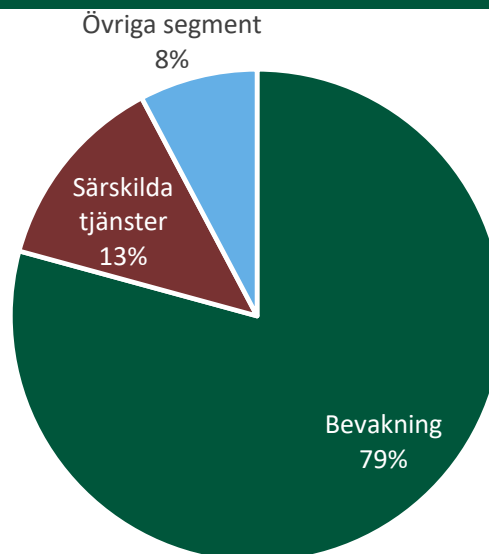
Den första medarbetarundersökningen gjordes hösten 2019 i syfte att undersöka engagemang, ledarskap, psykosocialt arbetsmiljöindex, teameffektivitet och eNPS (Employee Net Promoter Score). Genom att använda detta resultat kan Tempest jobba lokalt, regionalt och centralt för att implementera förbättringar. Under 2020 lanserade bolaget även ett intranät med visselblåarsystem för att kunna rapportera missförhållanden anonymt. Utöver detta har Tempest ett pågående samarbete med facket.

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Andrew Spry	20,9%
Thomas Löfving	19,4%
Athanese Industrial Partners	18,3%
Swedbank Robur	9,2%
Thomas Cavas	4,9%
Ordförande	Daniel Nyhrén Edeen
Verkställande direktör	Andrew Spry
Finansdirektör	Lotta Iverstrand
Investerarkontakt	Carl Höglund
Hemsida	www.tempestgroup.se

Holdings, Bolaget, EPB

Omsättning per division (2020)



Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	222	286	300	344	524	637	756
Övriga rörelseintäkter	0	0	7	9	13	16	19
Handelsvaror	-19	-34	-29	-33	-50	-61	-73
Övriga externa kostnader	-31	-26	-28	-32	-49	-60	-71
Personalkostnader	-189	-230	-238	-276	-393	-477	-565
EBITDA (rapporterat)	-16	-3	13	11	45	55	66
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA (justerat)	-16	-3	13	11	45	55	66
EBITDA-marginal	-7,3%	-1,1%	4,2%	3,3%	8,6%	8,7%	8,7%
Avskrivningar	-9	-9	-9	-10	-14	-16	-18
EBIT (rapporterat)	-25	-12	4	1	31	39	48
EBIT (justerat)	-25	-12	4	1	31	39	48
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	-26	-13	3	0	30	38	46
Skatter	0	1	-1	0	-7	-8	-10
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-13	1	0	23	29	36
Nettoresultat (justerat)	-26	-13	1	0	23	29	36

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	32	32	32	66	66	66	66
Övriga immateriella tillgångar	2	2	3	3	3	3	3
Materiella anläggningstillgångar	5	4	4	4	4	4	4
Nyttjanderättstillgångar	33	32	28	28	28	28	28
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	3	3	6	6	6	6	6
Summa anläggningstillgångar	75	73	72	106	106	106	106
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	27	39	30	30	35	53	64
Övriga omsättningstillgångar	12	10	14	15	22	26	30
Likvida medel	29	25	29	30	43	74	102
Summa omsättningstillgångar	69	74	73	76	99	153	196
SUMMA TILLGÅNGAR	144	148	145	181	205	259	302
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	28	31	32	64	87	117	153
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	28	31	32	64	87	117	153
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	4	0	0	0
Leasingskulder	27	25	26	26	26	26	26
Uppskjutna skatteskulder	1	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	3	0	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	36	28	26	30	26	26	26
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0
Leasingskulder	5	6	7	7	7	7	7
Leverantörsskulder	11	8	7	7	8	12	14
Skatteskulder	1	1	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	63	74	73	73	77	97	102
Summa kortfristiga skulder	80	88	87	87	92	116	123
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	144	148	145	181	205	259	302

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-13	1	0	23	29	36
Icke kassaflödespåverkande poster	7	8	7	10	14	16	18
Förändringar i rörelsekapital	6	3	7	-2	-6	2	-9
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13	-2	15	8	31	47	46
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-3	-1	-2	-3	-4	-5
Fritt kassaflöde	-16	-5	14	6	28	43	41
Förvärv och avyttringar	-27	-2	-3	-34	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	19	16	0	33	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	6	-13	-6	-4	-15	-12	-14
Kassaflöde	-18	-4	4	1	13	31	27
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	3	6	4	7	-11	-42	-69

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Organisk tillväxt	8%	28%	5%	9%	45%	22%	19%
Omsättningstillväxt	29%	29%	5%	15%	52%	22%	19%
EBITDA-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	302%	23%	20%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	27%	23%
EBITDA-marginal (justerad)	-7,3%	-1,1%	3,7%	3,3%	8,6%	8,7%	8,7%
EBIT-marginal (justerad)	-11,4%	-4,0%	1,3%	0,3%	6,0%	6,1%	6,3%
Skattesats	1%	4%	51%	22%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	-86%	-43%	4%	-1%	30%	29%	27%
ROCE, justerad	-55%	-19%	7%	2%	28%	29%	29%
ROIC	n.m	-33%	5%	2%	33%	40%	47%
Investeringar / omsättning	2%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Varulager / omsättning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rörelsekapital / omsättning	-7%	-4%	-7%	-5%	-2%	-2%	-1%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,9x	2,1x	1,9x	2,6x	2,5x	2,5x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	3	6	4	7	-11	-42	-69
Soliditet	19%	21%	22%	35%	43%	45%	51%
Nettoskuldsättningsgrad	9%	19%	12%	11%	-12%	-36%	-45%
Nettoskuld / EBITDA	n.m	n.m	0,3x	0,6x	-0,2x	-0,8x	-1,0x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	-2,88	-1,43	0,14	-0,03	2,36	3,00	3,69
EPS, justerad	-2,88	-1,43	0,14	-0,03	2,36	3,00	3,69
FCF per aktie	-1,79	-0,55	1,57	0,61	2,84	4,45	4,19
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	3,1	3,5	3,6	6,6	8,9	11,9	15,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	8,9	8,9	8,9	9,8	9,8	9,8	9,8

Bolaget, EPB

Värdering

	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
P/E, justerat	neg	neg	262,2x	neg	15,0x	11,8x	9,6x
P/EK	6,8x	8,6x	10,5x	5,4x	4,0x	3,0x	2,3x
P/FCF	neg	neg	23,8x	58,4x	12,5x	8,0x	8,5x
FCF-yield	-8%	-2%	4%	2%	8%	13%	12%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	0,9x	1,0x	1,1x	1,0x	0,6x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA	neg	neg	30,0x	31,6x	7,5x	5,5x	4,2x
EV/EBIT, justerat	neg	neg	83,7x	311,4x	10,8x	7,8x	5,8x
Aktiekurs, årets slut	21,2	30,0	37,5	35,5	35,5	35,5	35,5
EV, årets slut	191	273	337	354	337	305	278

Bolaget, EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation målfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se