



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Säkerhet | Sverige | 10 Mars 2022

Tempest Security

Förvärvet av DSS täcker upp för senarelagda uppdragsstarter

Omsättningen fortsätter förbättras men EBITDA laggar

Q4 såg 9% organisk tillväxt med 12% tillskott från M&A. Ett antal uppdragsstarter i USA har blivit senarelagda vilket har lett till tillfälligt högre kostnader vilket pressar resultatet och EBITDA-marginalen föll från strax under 5% i Q3 till strax under noll i Q4. Tempest kommer framöver fokusera på att förbättra matchningen mellan intäkter och kostnader.

Nyckeln framöver är USA - förvärvet av DSS kritiskt

Tempest etablerade Särskilda Tjänster i USA i maj 2021. Förvärvet av Dynamic Security Solutions (DSS) är viktigt för att nå kritisk massa och snabba på tillväxten i regionen. Vi estimerar en omsättning på 250 mkr med 17% EBITDA-marginal 2025e vilket är betydande givet Tempests nuvarande storlek. Om satsningen faller väl ut har bolaget goda förutsättningar att nå 1 mdkr i omsättning innan 2025.

Tapp i momentum tynger estimat, men högre motiverat värde på högre marginaler i USA

Starten i USA har gått långsammare än vi hade trott vilket tynger våra estimat 2022-23. Detta kompenseras till viss del av DSS-förvärvet och vi räknar med att de kommer hämta upp tappat momentum. Vi sänker ändå estimaten med 11-12% för 2022-23. Då DSS höjer den långsiktiga marginalen i USA från 15% till 17% sänker vi bara motiverat värde till 79-81 kr (81-82).

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)					Värde och risk	
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	79.0 - 81.0	
EPS, justerad 22e	2.2	2.4	-11.8%	Omsättning, mkr	340	510	619	735	Aktiekurs	SEK29.4
EPS, justerad 23e	2.8	3.1	-11.6%	Tillväxt	13%	50%	21%	19%	Riskenivå	Medium
EPS, justerad 24e	3.4	3.4	0.0%	EBITDA, mkr	(2.9)	47	58	69		
				EBIT, mkr	(12)	33	42	51		
				EPS, justerad	(0.1)	2.2	2.8	3.4		
				EPS tillväxt	(186)%	(1,847)%	28%	22%		
				EK/aktie	5.3	9.3	12.9	17.4		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(3.6)%	6.5%	6.8%	7.0%		
				ROE (%)	(6.6)%	34.8%	29.3%	26.3%		
				ROCE	(2.6)%	31.3%	29.4%	28.1%		
				EV/Sales	0.9x	0.6x	0.5x	0.4x		
				EV/EBITDA	(102.3)x	6.4x	5.1x	4.3x		
				EV/EBIT	(24.1)x	8.9x	7.0x	5.8x		
				P/E, justerad	(237.8)x	13.6x	10.6x	8.7x		
				P/EK	5.5x	3.2x	2.3x	1.7x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	0.5%	15.6%	17.6%	20.9%		
				Nettosk./EBITDA	(3.1)g	(0.2)g	(0.9)g	(1.5)g		

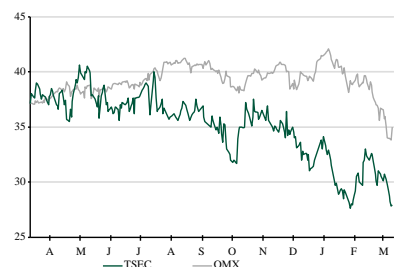
Kommande händelser

Delårsrapport Q1 2022	2022-05-25
Delårsrapport Q2 2022	2022-08-25
Delårsrapport Q3 2022	2022-08-25

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	10m
Börsvärde	287
Nettoskuld	9
EV	296
Daglig handelsvolym, snitt	5(k)
Reuters/Bloomberg	TSEC.ST/TSEC SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

markus.almerud@penser.se



Sammanfattning

Förvärvet av DSS täcker upp för senarelagda uppdragsstarter

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.

Bolagsprofil

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

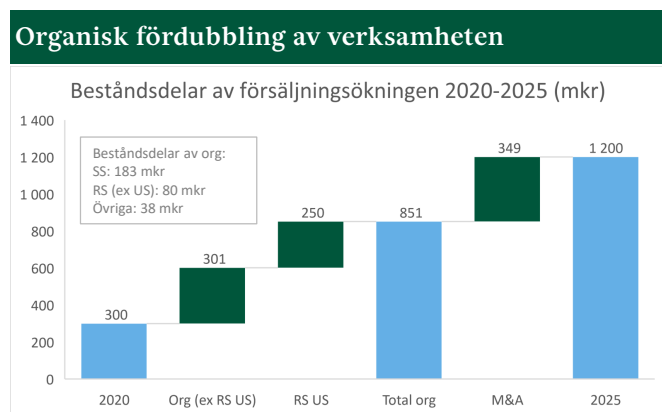
79-81 kr

Signifikant potential om de når sina mål

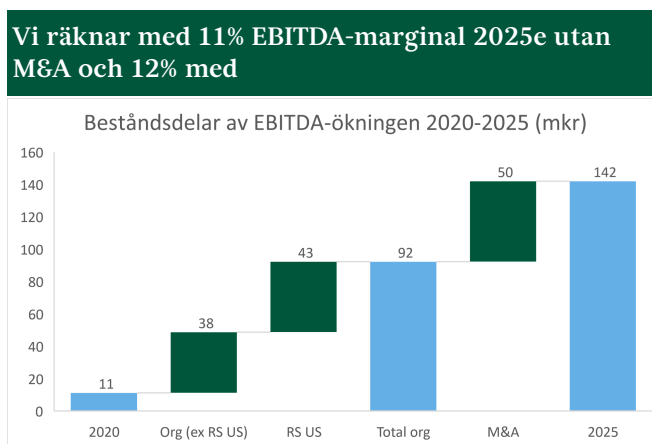
Tempest har som målsättning att mer än tredubbla verksamheten till en miljard i omsättning till 2025e. Detta ska komma från en blandning av organisk tillväxt och förvärv. Vi räknar med att bolaget kommer att addera 300-400 mkr i omsättning från förvärv kommande år och att de därmed även kommer att fördubbla omsättningen organiskt från 2020. På det kommer USA-etableringen av Särskilda Tjänster som vi estimerar kan addera ca 250 mkr till 2025e.

Normalt sett tar vi inte hänsyn till framtida förvärv i estimat eller värdering. I detta fall är dok förvärv en såpass central del av investeringscasen att vi måste ta hänsyn till denna faktor. På det komplicerar USA-etableringen bilden och vi har därför valt att bryta ut de olika komponenterna och värdera dem separat.

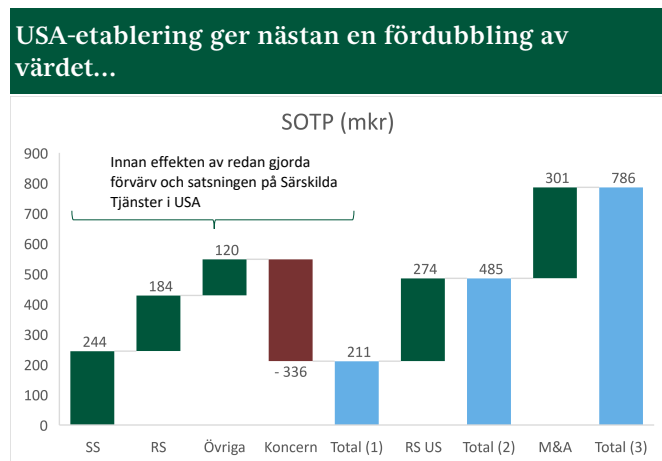
Vi värderar verksamheterna till 8-10x EBITDA och når ett värde på den nuvarande verksamheten på 26 kr per aktie. Utöver detta ser vi ett värde på USA-satsningen på 24 kr medan M&A kan addera ytterligare cirka 30 kr i värde. Uppsidan om bolaget lyckas med sin strategi är därmed signifikant och nyheter om USA-satsningen samt förvärv är de främsta drivkrafterna för aktien framöver.



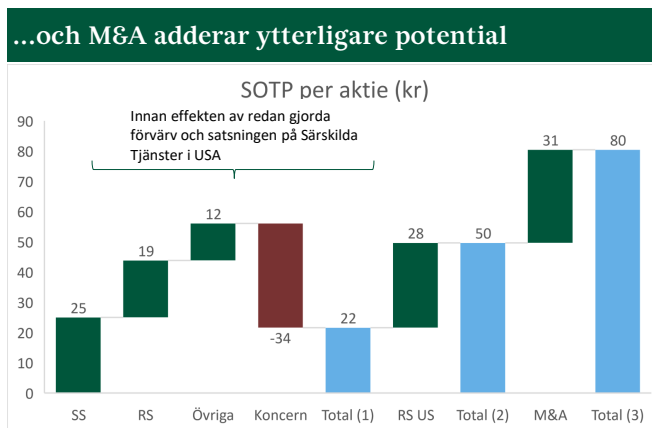
Bolaget, EPB



Bolaget, EPB



EPB



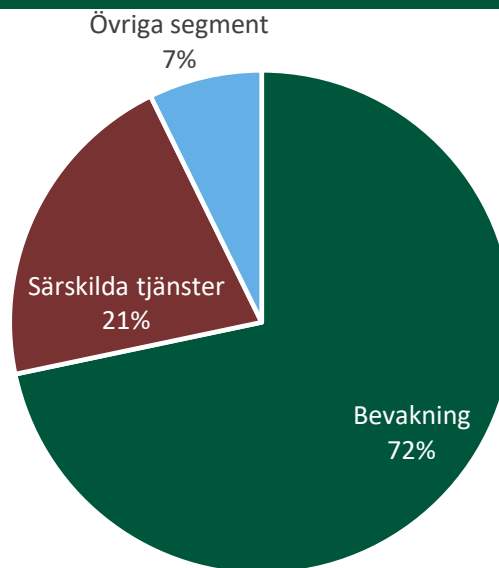
EPB

Bolagsfakta

Största aktieägare	Aktier
Andrew Spry	22,9%
Thomas Löfving	19,4%
Athanesse 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 (2021)



Bolaget, EPB

Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoomsättning	222	286	300	340	510	619	735
Övriga rörelseintäkter	0	0	7	3	4	5	6
Handelsvaror	-19	-34	-29	-39	-59	-71	-84
Övriga externa kostnader	-31	-26	-28	-40	-60	-72	-86
Personalkostnader	-189	-230	-238	-267	-350	-423	-502
EBITDA (rapporterat)	-16	-3	13	-3	47	58	69
Jämförelsestörande poster	0	0	0	-10	0	0	0
EBITDA (justerat)	-16	-3	13	7	47	58	69
EBITDA-marginal	-7,3%	-1,1%	4,2%	2,1%	9,1%	9,3%	9,4%
Avskrivningar	-9	-9	-9	-9	-13	-16	-18
EBIT (rapporterat)	-25	-12	4	-2	33	42	51
EBIT (justerat)	-25	-12	4	8	33	42	51
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-1	-2	-2	-2	-2	-2	-2
Resultat före skatt	-26	-13	3	-4	32	41	50
Skatter	0	1	-1	0	-7	-9	-11
Minoritetsintressen	0	0	0	2	-3	-4	-4
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-13	1	-2	22	28	35
Nettoresultat (justerat)	-26	-13	1	-1	22	28	35

Bolaget, EPB

Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
TILLGÅNGAR							
Goodwill	32	32	32	45	73	73	73
Övriga immateriella tillgångar	2	2	3	26	26	26	26
Materiella anläggningstillgångar	5	4	4	5	5	5	5
Nyttjanderättstillgångar	33	32	28	33	33	33	33
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	5	5	5	5
Summa anläggningstillgångar	75	73	72	113	141	141	141
Varulager	0	0	0	0	0	0	0
Kundfordringar	27	39	30	49	73	89	106
Övriga omsättningstillgångar	12	10	14	8	11	13	15
Likvida medel	29	25	29	27	46	88	137
Summa omsättningstillgångar	69	74	73	83	131	189	257
SUMMA TILLGÅNGAR	144	148	145	196	272	331	399
EGET KAPITAL OCH SKULDER							
Eget kapital	28	31	32	53	90	122	161
Minoritetsintressen	0	0	0	-1	1	5	9
Summa eget kapital	28	31	32	52	91	126	170
Långfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0
Leasingskulder	27	25	26	27	27	27	27
Uppskjutna skatteskulder	1	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	3	0	3	3	3	3
Summa långfristiga skulder	36	28	26	30	30	30	30
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	0	0	0	0
Leasingskulder	5	6	7	9	9	9	9
Leverantörsskulder	11	8	7	12	18	22	26
Skatteskulder	1	1	0	2	2	2	2
Övriga kortfristiga skulder	63	74	73	92	122	142	163
Summa kortfristiga skulder	80	88	87	114	151	174	199
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	144	148	145	196	272	331	399

Bolaget, EPB

Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-13	1	-2	22	28	35
Icke kassaflödespåverkande poster	7	8	7	1	19	23	27
Förändringar i rörelsekapital	6	3	7	5	9	6	6
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-13	-2	15	4	50	57	67
Investeringar i anläggningstillgångar	-3	-3	-2	-2	-3	-4	-5
Fritt kassaflöde	-16	-5	13	2	47	53	63
Förvärv och avyttringar	-27	-2	-3	-31	-28	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	19	16	0	33	12	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	6	-13	-5	-6	-10	-12	-13
Kassaflöde	-18	-4	4	-2	20	41	49
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (inkl. IFRS 16)	3	6	4	9	-11	-52	-102

Bolaget, EPB

Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Organisk tillväxt	8%	28%	5%	8%	43%	21%	19%
Omsättningstillväxt	29%	29%	5%	13%	50%	21%	19%
EBITDA-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	581%	24%	20%
EPS-tillväxt, justerad	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	28%	22%
EBITDA-marginal (justerad)	-7,3%	-1,1%	3,7%	2,0%	9,1%	9,3%	9,4%
EBIT-marginal (justerad)	-11,4%	-4,0%	1,3%	-0,7%	6,5%	6,8%	7,0%
Skattesats	1%	4%	51%	-2%	22%	22%	22%

Bolaget, EPB

Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	-86%	-43%	4%	-7%	35%	29%	26%
ROCE, justerad	-55%	-19%	7%	-3%	31%	29%	28%
ROIC	n.m	-33%	5%	-4%	37%	43%	56%
Investeringar / omsättning	2%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
Varulager / omsättning	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Rörelsekapital / omsättning	-7%	-4%	-7%	-5%	-5%	-5%	-5%
Kapitalomsättningshastighet	1,5x	1,9x	2,1x	1,7x	1,9x	1,9x	1,8x

Bolaget, EPB

Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	3	6	4	9	-11	-52	-102
Soliditet	19%	21%	22%	26%	33%	38%	43%
Nettoskuldsättningsgrad	9%	19%	12%	17%	-12%	-41%	-60%
Nettoskuld / EBITDA	n.m	n.m	0,3x	1,3x	-0,2x	-0,9x	-1,5x

Bolaget, EPB

Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS, rapporterad	-2,88	-1,43	0,14	-1,25	2,16	2,77	3,39
EPS, justerad	-2,88	-1,43	0,14	-0,12	2,16	2,77	3,39
FCF per aktie	-1,79	-0,55	1,43	0,17	4,59	5,18	6,13
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	5,3	8,9	12,4	16,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	8,9	8,9	8,9	9,8	10,2	10,2	10,2

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 mångfaldigas 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 fondhandlarförningens 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 Instrument 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