

Kortsiktiga utmaningar – bibehållen potential

Utmanande affärsklimat under Covid-19-pandemin

Tempest Security redovisar för första gången en negativt tillväxt under ett enskilt kvartal. Omsättningen minskar med 12 procent i årstakt och summeras till 69 mkr (79,1). Bolagets största affärsområde, bevakning, minskar intäkterna med 3 procent till 57,3 mkr (59,4). Likt föregående kvartal är det segmentet ”särskilda tjänster” som är hårdast drabbat av pandemin där intäkterna faller med 53 procent i årstakt under Q3 och intäktsbidraget summeras till 7,2 mkr (15,3). Affärsområdet drabbas hårt av ett kraftigt förändrat kundbeteende relaterat till begränsat resande och rörelse i omvärlden, konsekvenserna blir ett minskat behov av personskyddssäkerhet. På den positiva sidan ser vi fortsatt hög tillväxt inom ”övriga segment” som redovisar en tillväxt om 19 procent i årstakt och omsätter 5,2 mkr (4,4).

Rörelseresultatet före av- och nedskrivningar, ebitda, minskade i sin tur till 2,7 mkr (3,9) under Q3, vilket summerar ebitda-marginalen till 3,9 procent (5,0). Glädjande nog noterar vi en fortsatt förbättrad lönsamhet i Tempest underliggande affär, exkluderat för segmentet ”särskilda tjänster” stiger ebitda-marginalen i bolagets övriga affärsområden under kvartalet. Bland annat växer ebitda-marginalen inom ”övriga segment” från 5,8 procent under Q3 2019 till 15,8 procent för samma kvartal i år.

Kortsiktiga utmaningar – behåller finansiella mål

Noterbart är att bolagets långsiktiga finansiella mål om en omsättning runt 1 miljard kronor år 2025 till en ebitda-marginal om 10 procent förblir intakt, trots de mer utmanande läget i omvärlden. Det indikerar, enligt oss, att bolaget har kunder som skjuter på ordar snarare än att de ställs in. När pandemin utkristalliserar förväntar vi oss därmed en stark organisk tillväxt igen.

Attraktiv värdering givet den förväntade tillväxten

De kortsiktiga utmaningarna på grund utav pandemin har inneburit mindre nedrevideringar av våra prognoser för de kommande kvartalen och för helåret 2021. Trots detta anser vi bolaget attraktivt värderat givet den förväntade tillväxten mellan 2021-2024p. Vi förväntar oss en genomsnittlig tillväxt om 27 procent fram till år 2024 under förbättrad lönsamhet. Givet den operativa utvecklingen justerar vi vår riktkurs till 52 kronor per aktie. Det ska belysas att vi inte har inkluderat eventuella förvärv i våra prognoser.

Tempest Security

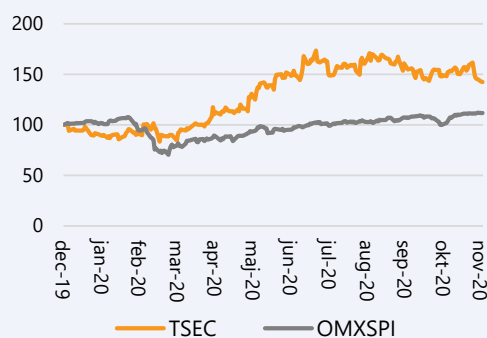
Rapportkommentar

Datum 1 december 2020
Analytiker Jonatan Andersson

Basfakta

Bransch Säkerhetstjänster
Styrelseordförande Ander Laurin
Vd Andrew Spry
Noteringsår 2017
Listning First North Premier Growth Market
Ticker TSEC
Aktiekurs 43 kr
Antal aktier, milj. 8,9
Börsvärde, mkr 382
Nettoskuld, mkr 11
Företagsvärde (EV), mkr 393
Webbplats www.tempest.se

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020p	2021p	2022p
Omsättning	287	299	328	426
Ebitda resultat	-10	13,4	16,4	25,6
Rörelseres. (ebit)	-19	4,4	7,4	16,6
Resultat f. skatt	-20	3,8	7	16
Nettoresultat	-20	3	5,4	13
Vinst per aktie	neg.	0,34 kr	0,61 kr	1,44 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningstillväxt	29%	4%	10%	30%
Ebitda marginal	-3,5%	4,5%	5,0%	6,0%
Rörelsemarginal	-6,6%	1,5%	2,3%	3,9%
Nettoskuld/ebitda	-2,5	1,1	0,6	0,4
P/e-tal	neg.	126,0	70,0	30,0
EV/ebitda	neg.	29,0	24,0	15,0
EV/omsättning	1,08	1,30	1,00	0,90
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Investeringsstes

Hög tillväxt – låg marknadsandel

Tempest Security är en helhetsleverantör av säkerhetstjänster, vilket man bedriver inom fem affärsområden. Säkerhetskoncernen har en imponerande historik. Bolaget har de senaste åren redovisat en årlig försäljningstillväxt om i snitt runt 40 procent och förväntas nå en omsättning runt 299 miljoner under 2020. Värt att notera är att den underliggande marknaden inom säkerhetsbranschen växer omkring BNP, mellan 2–5 procent. Tempest största marknad Sverige, domineras av Securitas och Avarn som gemensamt har en marknadsandel om drygt 70 procent. 27 procent kan hänföras till en fragmenterad bild av ett flertal mindre aktörer, tillika nischaktörer mot särskilda behov. Vi estimerar Tempest marknadsandel till omkring 2–3 procent, vilket resulterar i fortsatt stora möjligheter till bibehållen tillväxt över de närmaste 5 åren.

Helhetsleverantör med kunden i fokus

En av anledningarna till att Tempest Security har lyckats bedriva en så stark tillväxt i en förhållandevis konservativ bransch bedömer vi är kärnan i att vara en helhetsleverantör av säkerhetstjänster. Bolaget kan ses som en one-stop-shop för kunder som är i behov av ett flertal lösningar som kan beröra både bevakning, individanpassade säkerhetstjänster, larmcentral och kameralösningar för övervakning. Vi tror framgången i den höga tillväxten också kan förklaras i bolagets förmåga att arbeta nära sina kunder med skräddarsydda lösningar. Det avspeglas i bolagets förmåga att leverera på långa avtal, samtidigt som avtalsvärdena tycks växa över tid vilket indikerar på merförsäljning på redan befintliga avtal, samtidigt som korsförsäljning mellan de olika affärsområdena görs effektivt.

Konjunkturokänslig affär – stabila kassaflöden

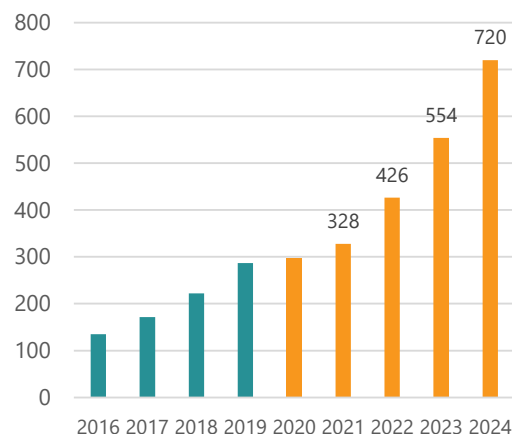
Säkerhetsmarknaden kan anses som en konjunkturokänslig sektor med stabila affärer byggda på starka avtal som genererar återkommande intäkter över hela avtalsperioden. Detta gäller inte minst Tempest Security som både har kunder inom den privata- och offentliga sektorn inom olika säkerhetslösningar, det ger en diversifierade kundbas och intäkter som inte är beroende av alltför många enskilda kunder. I tider med stor osäkerhet ser vi säkerhetssektorn som en av de sektorer som kan komma att generera stabila kassaflöden över tid.

Tillväxtbolag under förbättrad lönsamhet

Tempest Security är en snabbt växande aktör på en marknad som står inför stor förändring när nya behov växer fram i ett allt mer otrött samhälle. Vi prognostiserar en omsättning som under de närmaste åren kommer växa över 25 procent, årligen. Sett till dessa faktorer anser vi att Tempest är för lågt värderat till ev/sales 0,9 och ev/ebitda 15x för prognosåret 2022.

Hög förväntad tillväxt, 27% CAGR

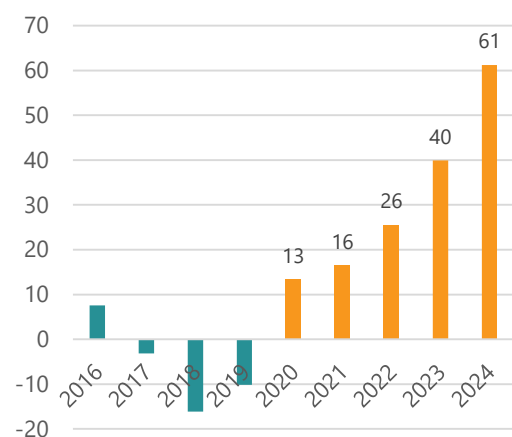
Nettoomsättning 2016-2024p, Mkr



Källa: Tempest Security, Analysguiden

Accelererad ebitda tillväxt

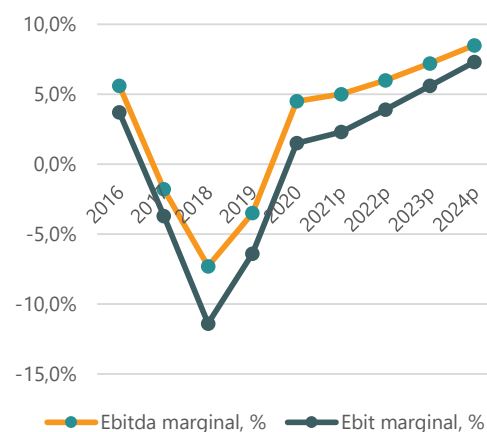
Ebitda 2016-2024p, Mkr



Källa: Bolaget, Analysguiden

Förväntad marginalexpansion

Ebit- och ebitda-marginal 2016-2024p



Källa: Tempest Security, Analysguiden

Q3-rapporten gav och tog

Avtagande tillväxt

Det tredje kvartalet var bolagets första kvartal med negativ omsättningstillväxt. Den totala nettoomsättningen redovisades till 69 mkr (79,1), vilket summeras till en negativ tillväxt om 12 procent i årstakt. Utfallet är cirka 13 procent sämre än våra prognoser om en noll-tillväxt till svagt positivt. Bolagets största affärsområde, bevakning, minskar intäkterna med 3 procent till 57,3 mkr (59,4). Likt föregående kvartal är det segmentet inom "särskilda tjänster" som är hårdast drabbat av pandemin när intäkterna faller med 53 procent i årstakt under Q3 där intäktsbidraget summeras till 7,2 mkr (15,3). Affärsområdet drabbas hårt av ett kraftigt förändrat kundbeteende relaterat till begränsat resande och rörelse i världen, konsekvenserna blir ett minskat behov av personskyddssäkerhet. På den positiva sidan ser vi fortsatt hög tillväxt inom "övriga segment" som redovisar in tillväxt om 19 procent i årstakt och omsätter 5,2 mkr (4,4).

Stark underliggande lönsamhet

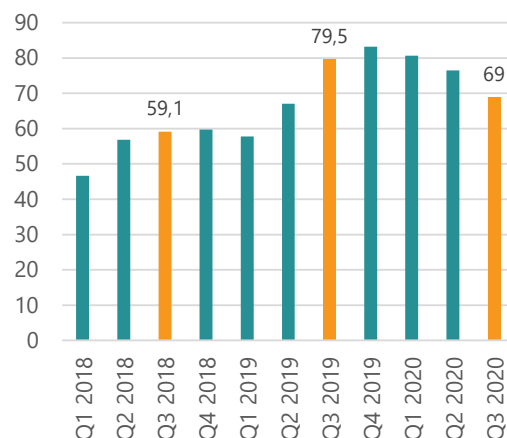
Rörelseresultatet före av- och nedskrivningar, ebitda, minskade i sin tur till 2,7 mkr (3,9) under Q3, vilket summerar ebitda-marginalen till 3,9 procent (5,0). Glädjande nog noterar vi en fortsatt förbättrad lönsamhet i Tempest underliggande affär, exkluderat för segmentet säkerhetstjänster stiger ebitda-marginalen i bolagets övriga affärsområden under kvartalet. Bland annat växer ebitda-marginalen inom "övriga segment" från 5,8 procent under Q3 2019 till 15,8 procent för samma kvartal i år, vilket är klart över koncernens långsiktiga finansiella mål. Särskilda tjänster ebitda-bidrag föll med 90 procent i årstakt och är den främsta orsaken till den svagare ebitda utvecklingen för koncernen gentemot föregående år, men också sekventiellt mot Q2 2020.

Begränsad tillväxt – Intensifierad förvärvsagenda

Det går inte att förminska den på verkan covid-19-pandemin kortsiktigt har haft och förväntas ha på Tempest. Bolaget förstärker den bilden i rapporten där man är försiktig i sina framåtblickande uttalanden för bolagets tillväxt, det fjärde kvartalet och inledningen av 2021 förväntas ha en tydligt negativ på verkan på koncernens tillväxtstrategi. För att parera den avtagande tillväxten belyser bolaget själva att förvärvstillväxt kan bli en intensifierad process närmaste tiden för att öka den underliggande tillväxten när den organiska står inför kortsiktiga utmaningar. Vi bedömer att ett strategiskt förvärv inte behöver ligga så långt fram i tiden, där det naturligt skulle kunna ske inom antingen bevakning, för att driva större volym, eller en mindre nischade aktör för att stärka bolagets lönsamhet. Den förstnämnde ser vi som allt mer trolig då en

Omsättningen minskar med 12%

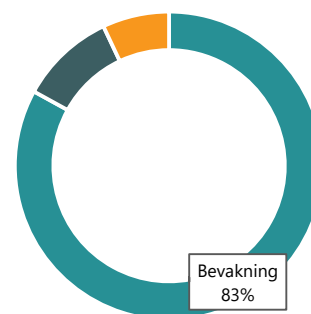
Kvartalsomsättning Q1 2018-Q3 2020, Mkr



Källa: Tempest Security, Analysguiden

Bevakning fortsatt störst

Omsättningsandel per affärsområde, Q3 2020

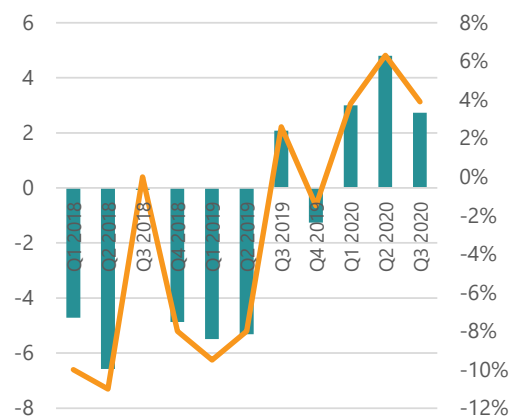


■ Bevakning ■ Särskilda tjänster ■ Övriga segment

Källa: Tempest Security, Analysguiden

Missvisande lönsamhet

Kvartalsutveckling för ebitda Q1 2018-Q3 2020, Mkr



Källa: Tempest Security, Analysguiden

volymaffär skulle möjliggöra en större bas att kapitalisera på genom koncernens redan lönsamma områden via kors-försäljning.

Prognoser 2020–2024

Kortsiktiga begränsningar – behåller finansiella mål

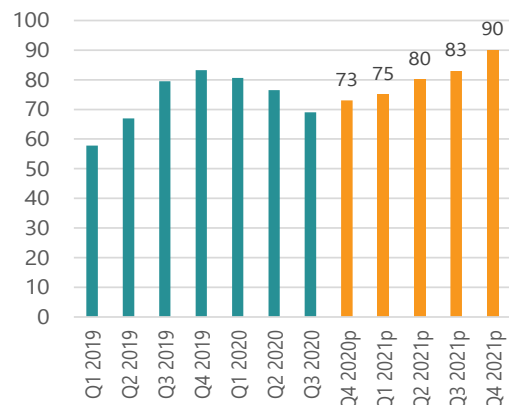
Trots det utmanande affärsklimatet Tempest Security befinner och har befunnit sig i de senaste två kvartalen är det en imponerande tillväxt säkerhetskoncernen har redovisat för de första niomånaderna under 2020. Ackumulerat för Q1-Q3 redovisas en nettoomsättning om 222,1 mkr (203,3), vilket summerar tillväxten till 9 procent i årstakt. Värt att notera är då att många av bolagets konkurrenter har minskat sina intäkter under samma period, vilket indikerar en underliggande styrka i bolagets affär.

Vi förväntar oss att Tempest kommer fortsätta dras med ett utmanande klimat de kommande två kvartalen, bolagets exponering inom "särskilda tjänster" förväntas fortsätta drabbas hårt av pandemins konsekvenser. Vi estimerar en negativ omsättningstillväxt även under Q4 innevarande år, där vi bedömer att en fortsatt stabilisering inom bevakning håller uppe affärsvolymen med långa avtalsperioder medan "särskilda tjänster" förväntas minska sina intäkter betydande. Vi estimerar en omsättning omkring 73 mkr (83,2) under Q4 2020 med en ebitda-marginal om 3,8 procent. Givet dessa antaganden skulle bolagets omsättning för helåret landa omkring 299 mkr, vilket är en nedrevidering med 10 procent från vår senaste analys. Vi förväntar oss ett ebitda-resultat omkring 13,4 mkr (-10).

Lyfter vi blicken något år så förväntar vi oss en återgång till organisk tillväxt. I takt med att pandemin succesivt förbättras förväntar vi oss att bolagets kundefterfrågan normaliseras och eldar på den underliggande tillväxten i koncernen. Vi känner oss övertygade om att de senaste kvartalen är mer av ett hack-i-kurvan för Tempest starka tillväxtstory snarare än en ett långsiktiga förändrat synsätt på bolaget. Vi är dock ödmjuka inför det marknadsläge bolaget befinner sig i och justerar ned våra prognoser för 2021 men att den organiska tillväxten uppgår till 10 procent med en ebitda-marginal om 5 procent, det skulle innebära en omsättning om 328 mkr med ett ebitda-resultat om 16,4 mkr. Givet en normalisering i omvärlden och bolagets konfidens att nå sina långsiktiga mål estimerar vi en årlig omsättningstillväxt om 30 procent mellan 2022–2024 vilket skulle mynna ut i intäkter omkring 700 mkr år 2024, det är aggressivt men i paritet med bolagets historik innan pandemin. Likt våra tidigare analyser står vi fast vid att den höga tillväxten kommer ske genom organisk tillväxt, men också värdegenererande tilläggsförvärv.

Kortsiktigt utmaningar...

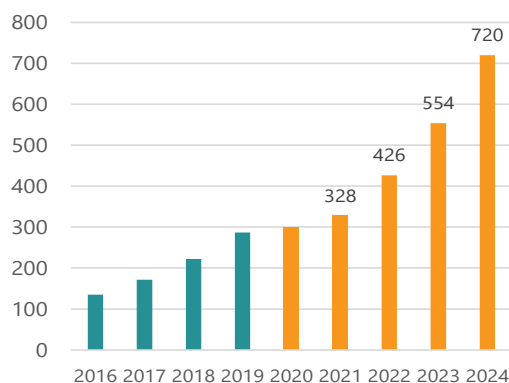
Kvartalsprognoser Q4 2020-Q4 2021, Mkr



Källa: Tempest Security, Analysguiden

Långsiktiga möjligheter

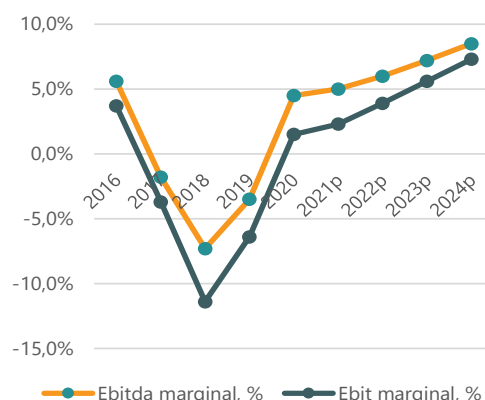
Omsättningsprognoser 2016-2024p, Q3 2020



Källa: Tempest Security, Analysguiden

Marginalexpansion lockar

Ebit- och ebitda-marginal 2016-2024p



Källa: Tempest Security, Analysguiden

Underliggande lönsamhet opåverkad

Den underliggande lönsamheten inom koncernen har under året förstärkts, två av tre affärsområden redovisar förbättrad lönsamhet medan särskilda tjänster har fått sin lönsamhet nästintill bortblåst under de två senaste kvartalen vilket har påverkat hela koncernen. Detta är något vi estimerar håller i sig de två kommande kvartalen. För Q4 2020 estimerar vi en ebitda som uppgår till cirka 2,9 mkr vilket skulle resultera i ett ebitda-resultat om 13,4 mkr (-10) för helåret 2020. Det är cirka 2,5 mkr lägre än våra tidigare prognoser.

Under vår prognosperiod förväntar vi oss en succesiv marginalexpansion för bolagets ebitda-marginal, där vi förväntar oss en acceleration ju längre in vi kommer i prognosperioden. Vi bedömer att bolagets kortsiktiga fokus kommer handla om ett utökat fokus på tillväxt och interna investeringar för att säkra den långsiktiga tillväxtstrategin. Under 2021 estimerar vi en ebitda-marginal om 5 procent, samma marginal växer till 6 procent till 2022 och 8,5 procent under 2024.

För helåret 2020 estimerar vi en rörelsemarginal om 1,5 procent. Denna marginal förväntar vi oss växer till 2,3 procent under 2022 givet att inga stora investeringar genomförs och att omsättningstillväxten återkommer. För verksamhetsåret 2024 estimerar vi i ett optimistiskt scenario en rörelsemarginal om 7 procent. För att nå våra högt uppställda förväntningar vad gäller bolagets lönsamhet är det viktigt att produktmixen fortsätter förbättras och att större andel av omsättningen kan hänföras till lönsamma affärsområden, något som tydligt ser indikationer på.

Analys

Tempest Security tillväxtstrategi har drabbats hårt av covid-19-pandemin. Det förändrade kundmönstret har inneburit ett rejält omsättningstapp i det viktiga affärsområdet, särskilda tjänster. Det kommande halvåret förblir svår visualiserat vad gäller bolagets omsättning. I takt med att pandemin normaliseras ser vi däremot fortsatt goda förutsättningar för koncernen att återgå till ett av sektorns snabbast växande bolag, så som vi förstår är kundintresset fortsatt högt men avtalen hålls på i väntan på pandemins utveckling, vilket skulle förklara det senaste kvartalets svaga utveckling.

Den svårbedömda situationen har inneburit nedjusteringar av våra högt uppsatta prognoser för 2020 och 2021. Blickar vi däremot in i 2022–2024 förväntar vi oss en hög organisk tillväxt drivet av vunna kundtrakt på den inhemska marknaden, men också en högre närvaro i Europa. Sammantaget har vi ännu inte justerat ned våra långsiktiga prognoser för koncernens operativa utveckling, vilket förstärks av Q3-rapportens bekräftande av att man behåller sina finansiella mål om en omsättning om 1 miljard 2025 med en ebitda-marginal om 10 procent. Det mynnar ut i att vi ser den rådande situationen som ett

hack-i-kurvan i bolagets tillväxtstrategi men där den långsiktiga potentialen är bibehållen. Risken på kortsiktigt har ökat en aning då prognoserna den närmaste tiden förblir svåra.

Intensivare förvärsagenda – en stor option

Som vi tidigare har berört så har bolagets vilja att bedriva förvärsdriven tillväxt accelererat i takt med att den organiska tillväxten avtagit. Vi bedömer att bolagets kompetens i ledning, starka ägarbild- och erfarenhet motiverar en ökad närvaro på M&A-marknaden. Ett strategiskt förvärv, som antingen driver volym till bolagets omsättning eller en nischaktör inom ett område där man idag inte har stark närvaro skulle kunna vara en trigger för bolagets aktie och option i bolagets utveckling. Vi har i våra kortsiktiga prognoser inte estimerat några förvärv.

Värdering & Motiverat värde

Givet våra antaganden med en omsättning som uppgår till 299 mkr under 2020 till en ebitda-marginal om 4,8 procent skulle generera en vinst per aktie om 0,34 för samma år, det gör att aktien ser dyr ut. Dessa nyckeltal förändras däremot snabbt givet den förväntade tillväxten och marginalexpansionen. Vi prognostiserar en omsättning om 426 mkr år 2022 med en vinst per aktie om 1,44 kronor. Det skulle motsvara en ev/sales multipel om 0,9 och ev/ebitda 15x, det anser vi inte är dyrt för ett tillväxtbolag i en konjunkturokänslig sektor med långa kontrakt och stabila kassaflöden.

Med prognoser som justerats ned och kortsiktiga utmaningar ser vi ett motiverat värde om 52 kronor per aktie, vilket skulle motsvara ett skuldjusterat börsvärde om cirka 470 mkr. Vi har stora förhoppningar om att en normaliserad marknad kommer generera stora möjligheter för ett bolag som Tempest, som med en stark historik, bra finansiell ställning och tydlig tillväxtstrategi bör kunna ta marknadsandelar på strategiska marknader.

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020p	2021p	2022p
Omsättning	287	299	328	426
Ebitda resultat	-10	13,4	16,4	25,6
Rörelseres. (ebit)	-19	4,4	7,4	16,6
Resultat f. skatt	-20	3,8	7	16
Nettoresultat	-20	3	5,4	13
Vinst per aktie	neg.	0,34 kr	0,61 kr	1,44 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr	0,00 kr
Omsättningsstillväxt	29%	4%	10%	30%
Ebitda marginal	-3,5%	4,5%	5,0%	6,0%
Rörelsemarginal	-6,6%	1,5%	2,3%	3,9%
Nettoskuld/ebitda	-2,5	1,1	0,6	0,4
P/e-tal	neg.	126,0	70,0	30,0
EV/ebitda	neg.	29,0	24,0	15,0
EV/omsättning	1,08	1,30	1,00	0,90
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Risker

Utdragna covid-19-effekter

Den mest uppenbara risken för Tempest kommande 12 månader är i vår mening pandemins utveckling och vilka konsekvenser detta medför för bolagets kunder. Skulle hårda restriktioner löpa under längre tid än vad vi prognostiserar så kan detta ha en inverkan på det motiverade värdet av bolaget, främst på kortare sikt.

Geografiskt koncentrerat

Sedan Tempest start har koncernens intäkter i princip endast genererats från den svenska marknaden. Det innebär att bolaget är beroende av hur den svenska säkerhetsmarknaden utvecklas. Mycket talar dock för att bolagets förvärvsstrategi och befintliga kundavtal kommer öka bolaget närvaro internationellt, vilket skulle generera större geografisk diversifiering i bolagets intäkter.

Offensivare förvärvsagenda

Tempest hade vid utgången av Q3 2020 en stabil kassaposition om cirka 20 mkr. Givet våra antaganden ser vi inget ytterligare behov av kapital för att bedriva den underliggande affären, trots den höga förväntade tillväxten. Däremot belyser vi att eventuella strukturaffärer som sker av offensiva skäl kan finansieras via en emission, högst troligt via en riktad emission.

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 aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Förnamn Efternamn