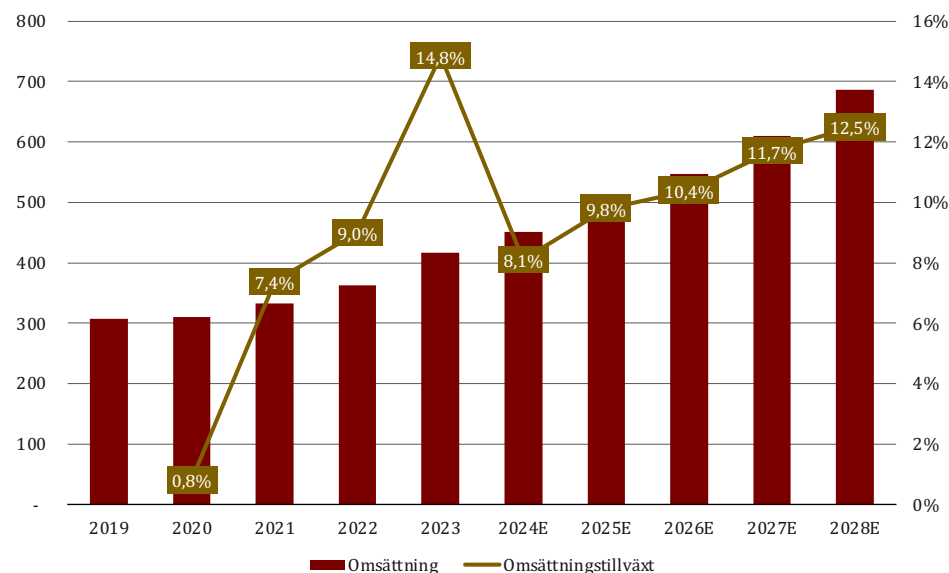


Micro Systemations AB

En pionjär inom digital forensik och säkerhet

Micro Systemations AB, eller MSAB, är ett svenskt techbolag specialiserat på digital forensik och mjukvara för att analysera och extrahera data från mobila enheter. Bolaget grundades 1984 och erbjuder idag produkter och tjänster till rättsväsendet, militär, och underrättelseorgan för att stödja brottsutredningar och skydda samhällen mot digitala hot. MSAB:s verksamhet är uppdelad i tre huvudsakliga segment: *Extraction*, *Analysis*, och *Management*. Bolaget har en global närvaro och arbetar aktivt i över 100 länder. Bolaget har etablerat en stark marknadsposition genom innovativa lösningar och samarbete med ledande aktörer inom rättssäkerhet och digital säkerhet. Med en växande efterfrågan på digital forensik och ökande globala cybersäkerhetsutmaningar, ser framtidsutsikterna för MSAB positiva ut.

Revenue and Revenue growth (MSEK)



Analytiker

Gustav Åkerblom
Nathalie Noghabai

Nyckeltal

Handelsplats	Small Cap Stockholm
Sektor	Informationsteknik
Börsvärde (MKR)	853
Enterprise Value	767
Nettoskuld/EBITDA	-2,6
Direktavkastning (%)	3,4
P/E	82,5
EV/EBIT	41,6
EPS	-0,15
ROE (%)	10,9
ROIC (%)	-179
ROA (%)	3,9

Värdering

Aktiekurs	44,5
Riktkurs DCF	97,9
Riktkurs Peers	58
Uppsida/nedsida	30-113%
Rekommendation	Köp



Investment Case

Värddrivare för MSAB

Stark marknadstillväxt

Den globala marknaden för mobil forensik har sedan 2020 överträffat alla förväntade tillväxtsiffror. En majoritet av dagens prognoser indikerar fortsatt stark framtida tillväxt, med förväntade 5 åriga CAGR på ca 13–17%. MSAB är väl positionerat att dra nytta av denna tillväxt genom att utöka sin marknadsandel och intäkter.

Teknologisk innovation och cyberbrott

Utvecklingen av alltmer sofistikerade smartphones gör det svårare att extrahera information utan specialiserad mjukvara som den MSAB erbjuder. Svenska polismyndigheten har själva t, ex uttryckt hur bolagets mjukvara är ovärderlig för att lösa brott i dagens teknologiska landskap. Det finns även en växande trend av cyberbrott som förstärker behovet av effektiva verktyg för digital bevisföring, vilket driver efterfrågan på MSAB produkter och säkerställer långsiktig tillväxtpotential.

Stabil kundbas

Bolagets kunder består främst av statliga myndigheter, polis och underrättelsetjänster runt om i världen. Detta ger företaget en stabil och långsiktig kundbas, eftersom dessa institutioner har återkommande och kritiska behov av brottsbekämpningslösningar. Denna kundgrupp innebär också lägre risker för intäktsvolatilitet för MSAB, jämfört med privata aktörer.

Regulatoriska fördelar

Myndigheter världen över inser vikten av mobil forensik och ställer högre krav på den tekniska kapaciteten i brottsbekämpning. Fler riktlinjer och regler införs som styr insamling och hantering av digitala bevis, vilket driver efterfrågan på MSAB-produkter. Riktlinjer som GDPR och andra lagar i rättssystem lägger stor vikt på att bevisen ska vara tillförlitliga, lagligt insamlade och säkrade. Detta stärker MSAB:s position då deras lösningar uppfyller höga regulatoriska krav som ser till att lagstiftning kan följas. När fler och fler länder inför regler, kan bolaget dra nytta av det genom att redan ha etablerade produkter som möter regulatoriska krav.

Indikation på högt intrinsiskt värde

Under 2023 så köptes det kanadensiska bolaget och konkurrenten Magnet Forensics upp av det amerikanska riskkapitalföretaget Thoma Bravo. Detta uppköp skedde till mycket hög värdering, 11x EV/SALES och 193x EV/EBIT. I dagsläget värderas MSAB till 2x EV/SALES och 41x EV/EBIT. Då Magnet Forensics vid tiden av uppköpet hade ett börsvärde i storlek med det MSAB har i dagsläget såväl som en liknande affärsmodell går detta att beakta som en precedensaffär, och tyder således på ett högt intrinsiskt värde hos MSAB som ej speglas i dagens värdering.



Investment Case

Enkelt att använda

Av de fyra största aktörerna inom mobilforensik; MSAB, Magnet Forensics, Oxygen Forensics och Cellebrite så är det bara MSAB och Cellebrite som har en produktportfölj innefattande mjukvaror som ej kräver expertis eller utbildning. Detta bidrar till att kunna täcka myndigheters efterfrågan effektivare, då dessa typer av mjukvaror kan användas effektivt ute i fält såväl som vid expert behandlade analyser i kontorsmiljö. Till skillnad från Cellebrite, som enbart erbjuder en sådan mjukvara, erbjuder MSAB två produkter. Raven som är en mobil applikation, och frontline som är ett mångfunktionellt skräddarsytt paket.

Finansiell styrka och lönsamhet

MSAB börsnoterades år 2011. Sen dess har de haft en positiv tillväxt varje år vilket visar på stark efterfrågan och kontinuerlig affärsutveckling. Bolaget har en strategi att kostnadsföra samtliga utvecklingskostnader direkt, vilket påverkar marginalerna på kort sikt. Trots det har bolaget aldrig redovisat negativt rörelseresultat på ett helår. MSAB har en stark balansräkning där mer än 50% av tillgångar är likvida, därför kan de göra stora utdelningar samtidigt som en hög betalningsförmåga upprätthålls. Tillsammans med återkommande intäkter men även en skalbar affärsmodell, motiveras en prognos med långsiktig tillväxtpotential för MSAB.



Affärsmodell

Värdeerbjudande:

Nyckelprodukt: MSAB:s kärnprodukt används för extraktion, analys och hantering av data på mobiler, riktad mot rättsväsende och brottsbekämpande myndigheter. Produkten är en mjukvara utformad för att hitta svagheter i hårdvaror, speciellt inriktad på just mobila enheter.

Unik styrka: Företagets teknik ska bidra till att lösa brott genom att på ett snabbt och säkert sätt hantera digitala bevis, vilket är en stor nytta i dagens mer och mer digitala samhälle. MSAB erbjuder lösningar som skyddar hela samhällen mot ökade hot.

Lösning på kritisk efterfrågan: Inom brottsbekämpning är det idag en tidskrävande process att få tillgång till data på mobiler, oavsett om enheten är upplåst. Det är en stor svaghet hos myndigheter som MSAB:s produkter erbjuder effektiva lösningar för, som svar på en stor efterfrågan.

Kundsegment:

Bolagets primära kunder är brottsbekämpande myndigheter globalt spridda över hela världen i över 100 länder. Kunderna är bland annat polisen, tullmyndigheter, militär och underrättelsetjänst. MSAB har långsiktiga kundrelationer med dessa sorts institutioner som resulterar i återkommande intäkter på 53% (2023). Då användarna av MSAB:s produkter är ytterst viktiga och nödvändiga aktörer bär bolaget ett stort samhällsansvar, vilket de även själva förmedlar utåt att de har. Det finns dock även en växande efterfrågan från den privata sektorn.

Tre huvudsakliga produktsegment:

Bolagets produkter är uppdelade i tre segment som kompletterar varandra i arbetet med att extrahera och bearbeta information från hårdvaror.

Extraction (XRY):

Denna produkt har som nyckelfunktion att extrahera digitala bevis i form av olika sorts data från elektroniska enheter som används i brottsutredningar. Den stödjer insamling av både överordnade och dolda eller raderade data på ett säkert sätt som säkerställer att det kan användas som giltiga bevis i domstolsprocesser. XRY möjliggör att snabbt säkra kritisk information, vilket påskyndar brottsutredningar och som följd, även rättsprocesser.

Analysis (XAMN):

Detta är bolagets avancerade analysverktyg, designat för att bearbeta och analysera stora mängder digitala data som extraherats. Verktöget ger analytiker och utredare möjligheten att visualisera, filtrera och förstå komplexa datamönster och samband. Exempelvis kan samband identifieras mellan enheter genom gemensamma kontakter, meddelanden, geolokalisering och tidslinjer för att kartlägga händelseförlopp i en utredning. XAMN sparar tid och resurser för analytiker och ger ökad precision och fokus på nyckelinsikter.

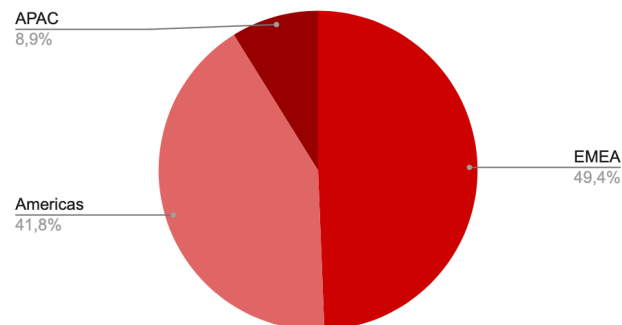
Management (XEC):

Detta är en plattform som underlättar hantering av data genom automatisering av den forensiska processen för ökad effektivitet och minskad risk för mänsklig interaktion och felaktigheter. XEC ger centraliserad administration och kontroll samt ger rapportering till rättsväsendet för att spåra utredningsframsteg och uppdatera om status i analyser.



Affärsmodell

Omsättningsfördelning i regioner (Q2 2024)



10 största ägare

	Kapital	Röster
Alcur Select	18,7%	13,0%
Nordnet Pensionsförsäkring	10,2%	7,1%
Aktiebolag Grenspecialisten	7,6%	22,5%
Strawberry Capital AS	6,7%	4,7%
Edastra Ltd	6,5%	15,9%
Öhman Sweden Micro Cap	4,4%	3,1%
Försäkringsaktiebolaget, Avanza Pension	4,2%	2,9%
Sijoitusrahasto Aktia Nordic Mic	3,9%	2,7%
Handelsbanken Fonder AB	2,3%	1,6%
Cervantes Capital AB	0,7%	4,6%

Ägarbild:

Ägarstrukturen i MSAB domineras av en blandning av institutionella investerare och privata aktörer, vilket speglar ett förtroende för bolaget inom olika investeringskretsar. Största ägaren, specialfonden Alcur Select, innehar 18,7% av kapitalet och följs av Nordnet Pensionsförsäkring på 10,2% av kapitalet, vilket tyder på ett betydande intresse från pensionsfonder som ofta söker långsiktig stabilitet.

AB Grenspecialisten äger 7,6% av kapitalen men hela 22,5% av rösterna, vilket ger de ett kraftfullt inflytande över bolagets strategiska beslut, likaså Edastra Ltd med 15,9% av rösterna, trots kapital på endast 6.5%.

Ägarbilden i stort visar en balans mellan större långsiktiga investerare, såsom pensionsfonder och specialiserade investeringsbolag, vilket indikerar på en stabil grund för framtida tillväx. Samtidigt har vissa ägare valt att fokusera mer på röstinflytande, vilket kan tyda på en aktiv roll i bolagets strategiska utveckling.

Sammanfattad affärsmodell:

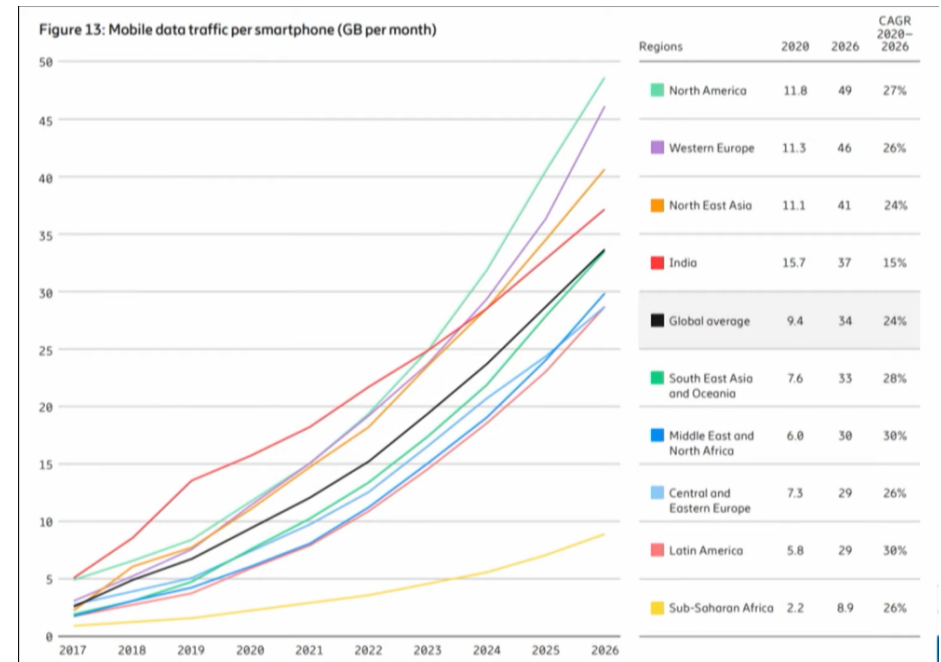
- Effektiviserar brottsbekämpning genom innovativ kriminalteknik
- Helhetslösningar med kompletterande produktlinjer
- Möter kritiskt behov från myndigheter
- Global räckvidd i 100+ länder
- Återkommande intäkter genom långsiktiga kundrelationer
- Diversifierad och stabil ägarstruktur



Marknad och Konkurrens

Marknadens karakteristika

Den globala marknaden för mobilforensik är en mycket koncentrerad marknad, med ett fåtal större aktörer. Bland dessa, är MSAB det enda bolaget som är exklusivt fokuserade på mobilforensik. Den huvudsakliga anledningen till den koncentrerade karaktären av marknaden, är höga inträdeströsklar. I en presentation för Erik Penser bank så förklarar bolagets föredetta CFO Daniel Hilmgård att det inte bara kräver mycket ekonomiska resurser för att fästa en position på den mobilforensiska marknaden, utan även en enorm mängd med informations relaterade resurser. Med detta avses framför allt licenser för mobilprofiler, som tar lång tid att bygga upp en adekvat konkurrensvärdig databas för. Detta tydliggörs av att de flesta aktörerna har varit aktiva i över 15 år. De höga resursmässiga trösklarna i kombination med en redan koncentrerad marknad av gamla och etablerade aktörer med stort marknadsinflytande minimerar konkurrens på den mobilforensiska marknaden med hänseende på nya aktörer, och konkurrensen blir således huvudsakligen isolerad till de redan etablerade aktörerna. Den mobilforensiska marknaden är enligt bolaget underutvecklad, och förväntas växa med en 5 års CAGR på 12–17%. I takt med denna tillväxt, förekommer en ständigt utvecklande mobilteknik som kräver kontinuerligt efterföljd resursutveckling hos aktörer inom mobilforensiken för att kunna bibehålla konkurrensfördelar. På grund av detta, präglas aktörers redovisning ofta av påtagliga utvecklingskostnader. I MSAB:s fall, så har detta en stark inverkan på rörelseresultatet sett över tid, då bolaget inte aktiverar några utvecklingskostnader.



MSAB:s positionering

EMEA & Latinamerika

MSAB är den marknadsledande aktören inom mobilforensik, vilket är ett nischsegment under den bredare branschtypen digital intelligence. Bolagets största geografiska segment är EMEA och Latinamerika, som under senaste kvartal var hänförligt till 49% av intäkterna. MSAB har en järnfast positionering i Europa, vilket tydliggörs genom det faktum att de har konsortium i en överväldigande majoritet av EU-länder. Deras starka position i Europa är till stor del hänförlig till deras inflytande över regleringar här. Mellan 2019 och 2022 så uppmanade EU till förnyade standarder och



Marknad och Konkurrens

regleringar för mobilforensik genom projektet FORMOBILE. Här deltog enbart rättsvårdande myndigheter såväl som MSAB, vilket var den enda privata aktören involverad. Bolaget menar att de hade ett betydande inflytande på hur dessa standarder och regleringar utformades, vilket således bidragit till att befästa MSAB:s position i Europa som den främsta aktören.

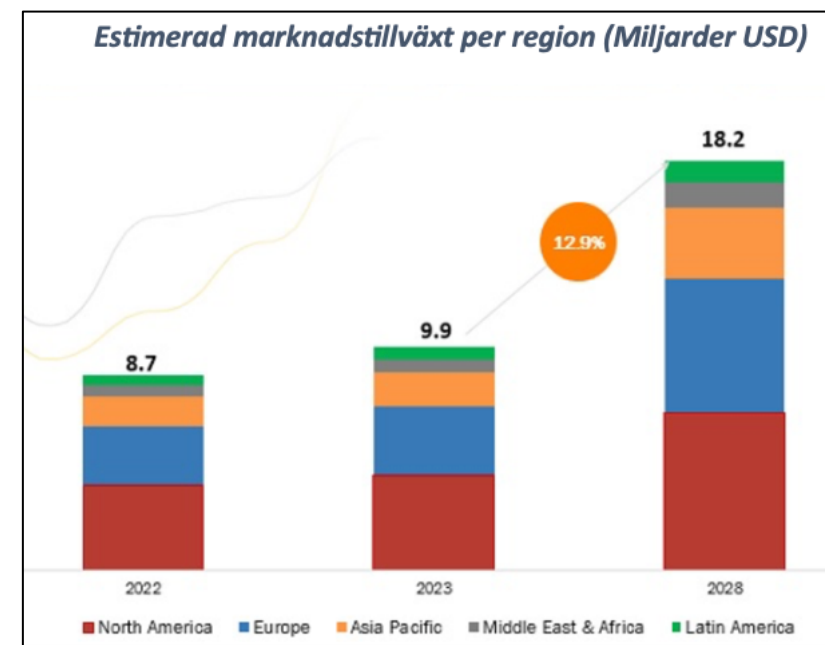
Nordamerika

Det största geografiska segmentet avsett till marknaden som helhet är Nordamerika, som utgör 38% av den globala marknaden. I dagsläget utgör Nordamerika 42% av MSAB:s intäkter. Det är även i Nordamerika och framför allt i USA som det är flest konkurrerande aktörer. MSAB utförde under 2021 en omfattande omstrukturering i sin ledning och generella verksamhet i Nordamerika, på grund av underprestering under föregående perioder. I det nordamerikanska segmentet så har aktörer som det stora israeliska bolaget celledbrite betydande marknadsandelar. Trots detta, visar MSAB en framgångsstyrka i segmentet, då deras intäkter hänförliga till Nordamerika har ökat med 42% sedan omstruktureringen, med 14% bara mellan Q1 och Q2 2024. De ökande intäkterna i samband med kontinuerliga nyförsäljningar och förnyelsekontrakt med nordamerikanska myndigheter visar på styrka även i det mest konkurrenskraftiga av de geografiska segmenten.

APAC

Intäkter hänförligt till APAC-segmentet utgör i dagsläget enbart 9% av MSAB:s intäkter. APAC segmentet växte 90% mellan Q2 2023 och Q2 2024, vilket indikerar avsevärd efterfrågan i det av de tre segmenten med flest utvecklingsmarknader. Här menar bolaget att Indien är utstickaren avsett till intäkter. Det kan påstås vara positivt att det av de tre segmenten med flest utvecklingsmarknader växer i en sådan hög takt, då de enorma populationerna i dessa länder förutsätter en högre grad brottslighet. Allt eftersom dessa länder

utvecklas ekonomiskt, kan det även antas att utvecklingen av den teknologiska komplexiteten av mobiltelefoner utvecklas i samband med detta. Således, kan det även antas att den trenden åskådad i EMEA och Nordamerika med en högre involvering av mobiltelefoner tar skruv i APAC-segmentet. Detta tyder på goda tillväxtpotentialer genom APAC på sikt. Det går däremot att anta att denna potential är gemensam för ett flertal andra aktörer, vilket skulle kunna skapa en tuffare konkurrens i segmentet på sikt. Detta medför en risk för tillväxten hos MSAB. Därav, är det av yttersta vikt att övervaka om MSAB genomför satsningar i APAC för att kunna säkerställa en gynnsam position i segmentet vid en konkurrenskraftigare marknad.

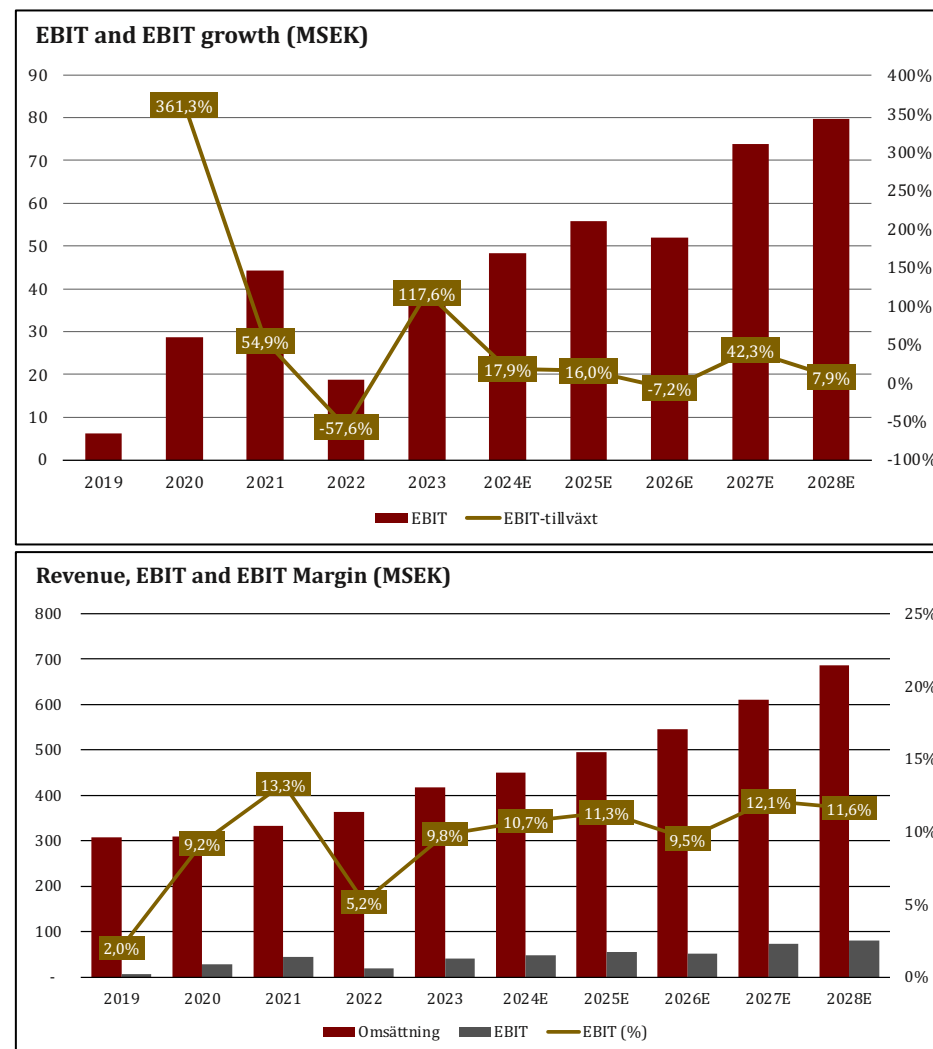


Värdering

Finansiell prestation & historik

Resultaträkning

MSAB:s omsättning har sedan deras notering på Stockholmsbörsen 2011 växt med en CAGR på 11,7%, och de har sedan dess haft positiv omsättningstillväxt under samtliga räkenskapsår. Bolaget uppvisar en växande kundbas, då nyförsäljningar ökade med 15% mellan Q4 2022 och Q4 2023. Nyförsäljningen ökade med ytterligare 7% under Q2 2024, vilket stärker vår tes om en ökande efterfrågan. Det som sticker ut i bolagets resultaträkning är deras rörelseresultat. Rörelseresultatet har aldrig varit negativt sett till helår, men det har varit mycket mer volatilt än nettoomsättningen. Rörelseresultatet uppvisar likt omsättningen en god tillväxttrend historiskt, med en CAGR på 8,5% sedan notering. Det går att åskåda en korrelation i nedgångar i rörelseresultat med omstruktureringar och andra satsningar. Detta är till största del hänförligt till att bolaget inte aktiverar några utvecklingskostnader, utan i stället lägger allt på resultaträkningen. Detta har historiskt präglat resultaträkningen på framför allt kvartalsrapporterna med stora rörelsekostnader. Under Q1 och Q2 2024 uppvisade bolaget ett negativt rörelseresultat och således även en negativ rörelsemarginal. Valet av att inte aktivera dessa kostnader går även att hänföra till företagets mycket höga P/E-tal (82,5x), eftersom nettovinsten per aktie de senaste två kvartalen blivit mycket låg som konsekvens.



Värdering

Balansräkning

MSAB:s balansräkning präglas av en stor kassa, då 51,2% av deras tillgångar är likvida medel. Med sin höga likviditet betalar bolaget regelbundet ut stora utdelningar, exempelvis 18,5 miljoner kr under Q2 2024 vilket motsvarar 61% av deras vinst för perioden. Den höga utdelningen kan ses på som en sargande faktor för företagets långsiktiga tillväxt, men på grund av bolagets skalbara affärsmodell med 53% återkommande intäkter så anser vi inte detta att vara ett påtagligt hot mot den långsiktiga potentialen.

Skuldsidan i balansräkningen präglas av en stor andel kortfristiga skulder i relation till långfristiga. Bolaget uppvisar en god betalningsförmåga för sina betalningsåtaganden, då de uppvisat en positiv nettokassa sex utav åtta år sedan 2015. Bolaget har även i dagsläget en nettoskuld på -33,8% och en nettoskuld/EBITDA på -2,6%. Allt sammantaget ser balansräkningen stark ut, där det enda som sticker ut är soliditeten på 36%, men på grund av den starka återbetalningsförmågan så blir detta till viss del försumbart.

Sammanfattad finansiell position

Bolaget uppvisar en mycket stark balansräkning med hög likviditet och god återbetalningsförmåga.

Resultaträkningen vittnar om en god tillväxt i omsättning och rörelseresultat historiskt, men med en mer volatil karaktär hos rörelseresultatet till följd av att inte aktivera kostnader relaterat till utveckling och omstrukturering. Detta skapar en missvisande bild av bolagets finansiella position i P/E-tal, EV/EBIT och andra relaterade mått för värdering. De senaste två kvartalsrapporterna har varit svaga sett till EBIT, till följd av en omstrukturering av ledningsstrukturen och utvecklingen av en ny global försäljningsorganisation. Bolagets VD påstår att dessa projekt nu är slutförda, vilket således antyder på en återhämtning av rörelseresultatet under H2. Vi estimerar till följd av återhämtningen att EBIT ökar med 18% 2024E jämfört med 2023, vilket motsvarar 48,2 mkr. Detta i samband med den fortsatta tillväxttenden i omsättningen motiverar en estimerad EBIT-marginal på 10,7% 2024E, som sedan stiger i enlighet med en CAGR på 4%.



Värdering

DCF-värdering

I DCF-värderingen beräknades en WACC på 8,2%. För denna använde vi oss av PWC:s senast publicerade riskfria ränta på en 10-årig statsobligation, på 2,4%. I beräkningen av WACC:en beräknades en Cost of Equity (CoE) på 7,71%, vilket baseras på en beta på 0,83 och en marknadsriskpremie (ERP) på 6,4%.

Vi estimerar en omsättnings CAGR till 2030E på 11,8%, vilket är något under estimerad CAGR för marknaden som helhet. Vi estimerar något konservativt på detta med hänseende till potentiellt ökad konkurrens om marknadsandelar i Americas och APAC segmenten. Vi estimerar en genomsnittlig EBIT-marginal på 11,3%, vilket är högre än genomsnittet historiskt. Detta estimeras baserat på den positiva trend i nyförsäljningar som åskådats. Värt att beakta är att vi tror att den tidigare trenden av upp- och nedsvängningar i EBIT-marginalen fortsätter, men att marginalen på sikt kontinuerligt kommer öka. Genom DCF-värderingen estimerar vi en uppsida på 112,7%

Relativvärdering

Peers har valt ut baserat på framför allt liknande affärsmodell och geografi. Få av de direkta konkurrenterna är publika, och således är celebrite det enda bolaget innefattat som är direkt konkurrent till MSAB. Detta förvränger uppsidan något, då de höga kontinuerliga utvecklingskostnader som vanligtvis präglar aktörer inom mobilforensik inte representeras fullt ut i övriga peers multiplar. Därav, bör relativvärderingen ses på något kritiskt. Jämfört med celebrite uppvisar MSAB en god uppsida med undantag för P/E-talet. Genom relativvärderingen beräknar vi en uppsida i kursen på 30%.

WACC	Change in Revenue						
	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0%	2,0%	4,0%	6,0%
11,2%	-5%	7%	19%	34%	50%	68%	88%
10,2%	6%	19%	34%	51%	69%	90%	114%
9,2%	20%	35%	53%	72%	94%	119%	146%
8,2%	38%	56%	77%	101%	127%	157%	190%
7,2%	63%	86%	111%	140%	173%	210%	252%
6,2%	100%	129%	162%	199%	242%	289%	342%
5,2%	160%	200%	245%	296%	353%	418%	491%

WACC	Change in EBIT margain						
	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0%	2,0%	4,0%	6,0%
11,2%	-8%	6%	20%	34%	48%	61%	75%
10,2%	4%	19%	35%	51%	66%	82%	98%
9,2%	18%	36%	54%	72%	90%	108%	126%
8,2%	38%	59%	80%	101%	122%	143%	164%
7,2%	65%	90%	115%	140%	166%	191%	216%
6,2%	105%	136%	168%	199%	231%	262%	294%
5,2%	170%	212%	254%	296%	337%	379%	421%

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
F-Secure	13,10	11,80	7,40
Cellebrite	20,40	41,30	41,30
I.A.R Systems	19,40	13,50	24,70
Enea	19,60	15,40	5,70
Average	18,13	20,50	19,78
MSAB	24,98	16,80	12,65
Upside/downside	-27,4%	20%	51%

Rekommendation

Analysen i sammandrag

- Stark medvind från marknaden på sikt i samband med ökad efterfrågan på grund av brottstrender innefattande mobiltelefoner såväl som teknologisk utveckling.
- Indikatorer på högt intrinsiskt värde baserat på tidigare precedensaffär
- Fördel mot konkurrenter på grund av sitt singulära fokus på mobilforensik och en applikationsmässigt bred produktportfölj
- Skalbar affärsmodell med hög andel återkommande intäkter såväl som en ökande mängd nyförsäljning
- Stark balansräkningen med stora kassa. Stark värdeutveckling i nettoomsättning, men med varierande styrka i rörelseresultat på grund av direkt kostnadsföring av utvecklingskostnader som således förvränger det representativa värdet i multiplar
- Stark ägarlista med duktiga aktieplockare och framgångsrika investeringsbolag

Rekommendation

Bolaget har visat en imponerande och stabil tillväxt sedan sin notering på Stockholmsbörsen för 13 år sedan. Bolaget har en finansiell stabilitet med en stark balansräkning. Företaget har flexibilitet för produktutveckling vilket är en väldigt stark nyckelfaktor till framgång på den mobilforensiska marknaden. Genom långsiktiga och etablerade kundrelationer som skapar en stadig bas med höga återkommande intäkter såväl som en ökande nivå av nyförsäljningar ser vi MSAB som ett mycket lovande företag.

Den ökande efterfrågan på deras produkter inom mobil forensik, driven av teknologiska framsteg och en alltmer reglerad marknad, stärker deras marknadsposition ytterligare. Vi ser därför MSAB som ett starkt tillväxtcase.

Sammantaget, med sin finansiella styrka, starka marknadsposition och tillväxtpotential på en snabbväxande marknad som lätt går under radarn, ser vi MSAB som en god möjlighet att kapitalisera på digitaliseringens framgång. Vår rekommendation blir därför **köp**, men en genomsnittlig uppsida på 71,5%.

