

## Bevismaterialet pekar mot sälj

Micro Systemation 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. Bolaget har en global närvaro och arbetar aktivt i över 100 länder. Genom innovativa lösningar och en ständigt utvecklande produktportfölj har man etablerat en stark marknadsposition.

### Analytiker

Beppe Grönmark  
Arvid Westerberg  
Carl Einarsson

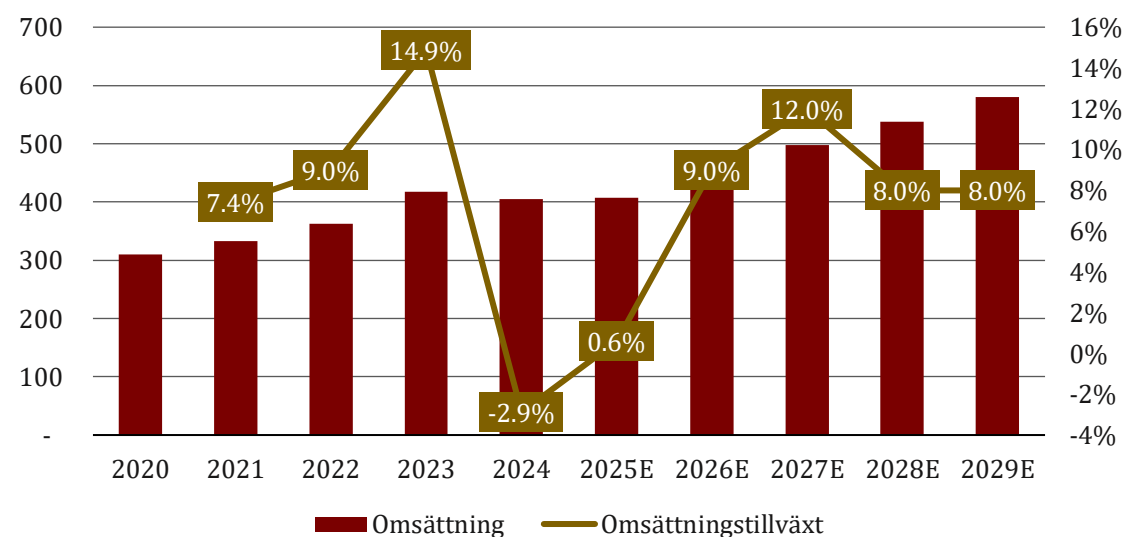
### Nyckeltal

Handelsplats	Small Cap Stockholm
Sektor	Teknik
Börsvärde (MKR)	1131
Enterprise Value	1083
Nettoskuld/EBITDA	-0,87
Direktavkastning (%)	2,54%
P/E	39,09
EV/EBIT	27,92
EPS	1,66
ROE (%)	33,27
ROIC (%)	18,5
ROA (%)	10,11

### Värdering

Aktiekurs	60,8kr
Riktkurs DCF	49,54kr
Riktkurs Peers	51,5kr
Uppsida/nedsida	-17%
Rekommendation	Sälj

## Revenue and Revenue growth (MSEK)



# Investment Case

## Underliggande marknadstillväxt

MSAB verkar på en starkt växande marknad. Enligt prognoser från Grand View Research väntas marknaden växa med 15,1% årligen tills 2030. Dessutom kännetecknas marknaden av trögrörlighet, vilket innebär att intäkterna kan ses som stabila. Detta beror på att kundbasen främst består utav myndigheter som ogärna byter leverantör. Därför prognostiserar vi en stabil omsättningstillväxt strax under 10% framåt, vilket är under marknadens tillväxtprognoser. Orsaken till detta är att MSAB historiskt vuxit långsammare än marknaden. Däremot, bör bolaget ha en lång "run-way" i och med marknadens tidiga stadie.

## Marginalen är högre "under huven"

Eftersom MSAB lägger utvecklingskostnader på resultaträkningen ser marginalen lägre ut än vad den är. På rullande 12 månader ligger bruttomarginalen på 93,9%, medan rörelsemarginalen är knappa 10%. Senaste fem åren har bolaget levererat liknande siffror, men dessförinnan uppvisade man marginaler över 20%. Detta tyder på att marginalen "under huven" skulle kunna vara mer än dubbelt så mycket som nuvarande. Däremot innebär MSAB:s bristande kommunikation och att de ej redovisar R&D-kostnader en osäkerhet. Man kan helt enkelt inte veta hur stora dessa kostnader är, och till följd av detta vet vi ej hur stor MSAB:s "riktiga" marginal är. En fingervisning kan ges av konkurrentens Cellebrites rörelsemarginal som 2024 låg på 14,2%. I vår DCF antar vi en normaliserad marginal kring 15% år 2031.

## Uppdatering från senaste analysen

Sedan UEAM köpte MSAB har aktien stigit ca 37%. Likaså värderingsmultiplarna: P/E har stigit från 25x till 39x, vilket innebär att aktien har stigit utan en betydande fundamental utveckling, vilket tyder på högre förväntningar. Försäljningsmässigt blev 2024 ett svagt år för MSAB, men starkare på marginalen. Enligt VD-orden innebar ett svagare makroläge lägre budgetar för myndigheter, vilket är en rimlig förklaring. I Q1 2025 skrev VD Peter Gille " jag är övertygad om att våra strategiska investeringar och produktförbättringar kommer att driva försäljningstillväxt under de *kommande kvartalen*.". I Q2 däremot skrev han " jag är fortsatt övertygad om att MSAB kommer att uppleva intäktsförbättringar under det *kommande året*.". Denna förändring av ordval vittnar inte om en ökad optimism kring år 2025. På grund av dagens höga värdering är förväntningarna höga, och ett svagt H2 skulle kunna straffa aktien. Vi ser därmed en betydligt högre nedsida idag än vid senaste analysen, och tillsammans med en brist på insyn kring bolagets egentliga lönsamhet rekommenderar vi att sälja aktien. Med en rörelsemarginal på 13% 2029 värderas aktien till nästan P/E 20, vilket sällan ses som en låg värdering. Detta motiveras även av vår riktkurs på 50,5kr.

	Present	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
P/E	39,09	36,50	33,00	24,70	22,86	19,57
EV/EBIT	27,92	28,13	25,08	18,66	17,28	14,77
EV/EBITDA	20,11	26,75	23,89	17,92	16,59	14,22
EV/Sales	2,74	2,73	2,51	2,24	2,07	1,92
P/S	2,96	2,95	2,71	2,42	2,24	2,08



# Affärsmodell

## MSAB:s Affärsmodell

Micro Systemation AB är ett svenskgrundat men nu globalt företag som specialiserar sig på digital forensik. I ett försök att minska och motverka brottslighet är företaget branschledande. Sedan MSAB grundades 1984 har de satt standarden för digital brottsbekämpning med sina innovativa produkter och fokus på "ease of use". Deras fokus på innovation har lett till att MSAB nu har blivit branschledande inom sitt segment och sätter standarden för konkurrerande produkter inom mobil-forensik. MSAB har under hela sin historia fokuserat på mobil kommunikation och det visas även i deras produktutbud som fokuserar på dataextraktion från mobila enheter.

## Värdeskapande

Företaget skapar värde genom att erbjuda produkter för dataextraktion, analys och hantering av den extraherade datan. Då det är kritiskt att agera snabbt efter ett brott har begåtts underlättar företags produkter de brottsbekämpande styrkorna genom att mobilt kunna agera under kritiska förhållanden.

MSAB som företag är i naturligt behov av att innovera då produkterna vänder sig mot extrahering av information på mobila enheter. Eftersom mobiltelefoner blir mer avancerade med mer och mer sofistikerad krypterad mjukvara och appar är MSAB ständigt i konkurrens med säkerhetsföretag. Som ledande inom

dataextraktion är dess produkter de främsta på marknaden vilket leder till en kvalitetsstämpel som gynnar företaget.

## Kundsegment

MSABs främsta kundsegment är brottsbekämpande myndigheter och organisationer som sträcker sig världen över. Det positiva med dessa kunder är att de arbetar på en bas av långtidskontrakt med MSAB. Dessa kontrakt kan till exempel vara som det nyligen förnyade kontraktet med en amerikansk federal myndighet för att förlänga licenser för mjukvara från MSAB. Dessa förlängda kontrakt leder till att MSABs strategi inriktar sig på långsiktiga kundrelationer. Det visas också i deras intäcksströmmar då cirka 55,5% (Q2 2025) av årliga intäkter kommer från förnyelser av licenser.

## Produkter

Företaget delar upp sina produkter i två delar, licenser för mjukvara som programmen för dataextraktion samt hårdvara som mobila enheter och apparater för att utföra dataextraktion. MSABs produktutbud är främst uppdelat i tre segment som tillsammans utgör kärnan av verksamheten.



# Affärsmodell

## Dataextraktion- XRY

Det främsta syftet med XRY är dataextraktion från mobiler, surfplattor och övriga digitala enheter. XRY stödjer extraktion av data för över 40 000 olika appar av olika grad kryptering och säkerhet. Detta leder till att den är kritisk i brottsbekämpandet och MSAB har utvecklat flera olika varianter av XRY som vänder sig till olika specifika krav likt hastighet, extraktion av raderad data, screening samt Cloud extraktion.

## Dataanalys- XAMN

Följande användningen av XRY används XAMN för att analysera och visualisera datan. XAMN används för att snabbt och enkelt sälla igenom massor av data och bygga händelseförlopp över event. En stor del till varför XAMN används är för att bygga profiler av nyckelpersoner baserat på deras digitala avtryck och genom detta underlätta i lokalisandet av nyckelpersoner.

## Operationell Hantering- XEC

XEC används för att hantera den analyserade datan och samla allt på ett och samma ställe för lättare åtkomst och distribution. Detta är kritiskt för att så pass snabbt som möjligt bygga cases och identifiera samt sprida bevismaterial till korrekta enheter. Utöver dessa funktioner kan systemet automatiskt analysera datan och ge användarna åtkomst från avlägsna platser.

Detta ekosystem av produkter är centralt i MSABs filosofi om vad som är nödvändigt i dagens samhälle. Enligt den tidigare VDn vill dagens kunder ha en produkt som kan göra mycket och vara mångsidig. Detta är i kontrast till konkurrenter som har en produkt för varje enhet, vilket leder till att de brottsbekämpande myndigheterna behöver flera olika produkter.

## Ägarlista:

Ägarlistan på MSAB består främst av investmentfirmor och pensionsfonder. Dessa är alltså stabila institutioner som värdesätter långsiktigt ägande och stabilitet. Detta visar på en god tillit i MSABs produkter och affärsmodell. Då företaget i sin helhet är otydliga och vaga med just vad de gör, hur deras produkter fungerar samt har svaga informationsflöden utåt är denna starka ägarlista en positiv aspekt.

Tittar man på just ägarna är Alcur Select den största kapitalinnehavaren i MSAB med 17,8% av kapitalet men med en lägre grad av röster jämfört med andra ägare. Något att lägga märke till är att Grenspecialisten som utgör 9,9% av kapitalet har 23,5% av röster vilket är ett resultat av en anskaffning som skedde år 2021 då Styrelseordförande sålde av en stor del av sina röster. Detta i sig bör inte vara något orosmoment, men det är värt att lägga märke till då det låter Grenspecialisten ta en relevant del i vilka beslut som sker.

Detsamma gäller för Edastra som i samma affär köpte en stor del av A-aktier vilket resulterar i att de också innehar en stor mängd röster i relation till kapital. Då Edastra har 6,5% av kapital och



# Affärsmodell

15,5% av rösterna kan detta leda till att allianser mellan ägarna bildas då ingen ägare har mer än 50% av rösterna.

## Övriga Kommentarer

Noterbart är att MSAB bytte VD den 1 augusti 2024 och har under den tiden anskaffat sig fler och fler aktier i företaget. Detta har nu lett till att Gille är den största aktieägaren i bolagsstyrningen med CFO på andra plats. Detta visar på en god tillit i företaget och sitt ledande. Från början av 2025 har Gille ökat sitt aktieinnehav från 3 mSek till ca 5 mSek vilket nästan är en dubblering av innehav.

## Ägarlista

10 största ägare	Kapital	Röster
Alcur Select	17,8%	12,1%
Nordnet Pensionsförsäkring	10,2%	7,0%
Aktiebolag Grenspecialisten	9,9%	23,5%
Edastra Ltd	6,5%	15,5%
Humle Kapitalförvaltning AB	4,7%	3,2%
Lannebo Kapitalförvaltning	4,6%	3,1%
Försäkringsaktiebolaget, Avanza Pension	4,3%	2,9%
Aktia Rahastoyhitö Oy	3,6%	2,4%
Handelsbanken Fonder AB	2,9%	2,0%
Cervantes Capital AB	0,7%	4,5%



# Marknad och Konkurrens

## Marknadsstruktur

MSAB verkar på en starkt växande marknad för digital kriminalteknik. Marknaden förväntas, som tidigare nämnt, växa med i genomsnitt 15,1% per år fram till 2030. Drivkraften bakom tillväxten är den snabbt ökande mängden digitala enheter och den komplexitet som präglar moderna brottsutredningar. Behovet av avancerade lösningar är större än någonsin, och myndigheter världen över visar en tydlig vilja att investera i ny teknik för att möta dessa krav.

## Konkurrens

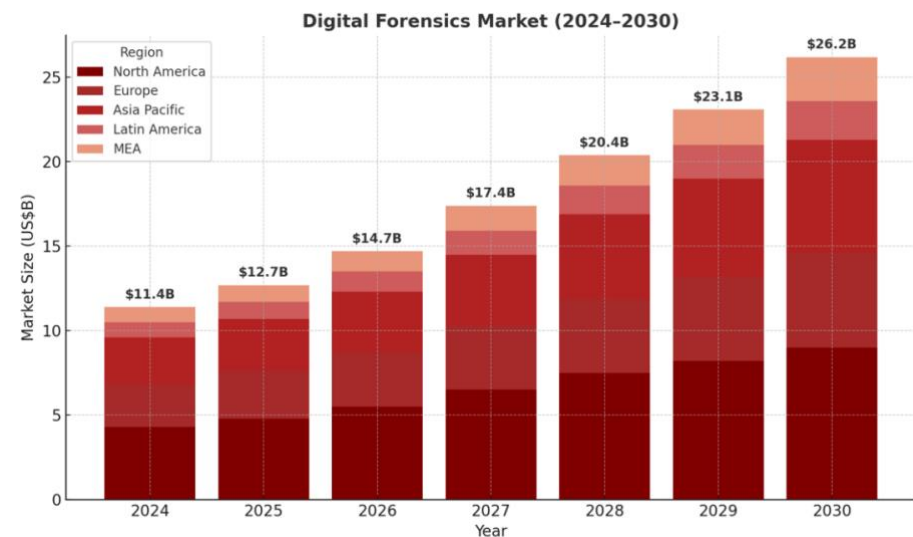
Den globala marknaden och konkurrensen för mobilforensik är tuff men starkt koncentrerad med ett fåtal etablerade aktörer. I och med att marknaden är starkt växande så vill fler och fler aktörer in i branschen. Den digitalforensiska industrin närmar sig e-discovery och cybersäkerhet, vilket gör att tidigare komplementära aktörer nu blir konkurrenter. MSAB presenterar i årsrapporten 2024 att Cellebrite, Magnet Forensics och Oxygen Forensics är de största konkurrenterna på marknaden. Bland dessa är Cellebrite det enda företaget som handlas på börsen. Däremot är MSAB det enda bolaget som är helt specialiserat på mobilforensik, vilket ger en unik position.

## Inträdesbarriärer

Marknaden för digital forensik präglas av höga inträdesbarriärer i form av både kapital och den omfattande databas av mobilprofiler

som krävs vilket gör det svårt för nya aktörer att ta sig in. En betydande utmaning för nya aktörer är att tillförskaffa licenser som krävs för de olika mobilprofilerna som existerar. Det är både resurs- och tidskrävande att bygga upp en konkurrenskraftig databas. De flesta konkurrenter har funnits i över 15 år, vilket innebär att konkurrensen för tillfället främst sker mellan redan etablerade spelare snarare än från nya aktörer.

MSAB står konkurrenskraftiga och erbjuder lösningar till tio tusentals olika mobilprofiler. Den fortsatta utvecklingen för både IOS- och Android enheter gör att MSAB säkerställer att de har bland de mest avancerade produkterna på marknaden.



# Marknad och Konkurrens

## Marknadspositionering

### EMEA

EMEA är den mest etablerade regionen och stod under första halvåret 2025 för 51 % av bolagets intäkter. Utvecklingen i regionen har varit stabil men ojämn 2024 då den påverkades av uppskjutna upphandlingar och Q2 2025 drabbades av en förskjutna större order (10 MSEK). Det finns en stark pipeline där bland annat en förväntad order från en europeisk migrationsmyndighet och även ökat engagemang från militära aktörer i Italien och Danmark. Storbritannien är fortsatt den viktigaste enskilda marknaden och stod för mer än hälften av försäljningen i Q1 2025.

### Americas

Americas stod för 21 % av intäkterna under H1 2025. Regionen är globalt sett den största marknaden för mobil forensik, och för MSAB växer intresset både i Nordamerika och Latinamerika som den potentiellt största framtida marknaden. I USA har bolaget under 2025 erhållit sin första order på UNIFY Collaborate och förväntningar finns också om ökade anslag från försvarsdepartementet inför budgets slutet i Q3 2025. Latinamerika har utvecklats starkt och försäljningen mer än fördubblades under Q2 2025 jämfört med samma period föregående år.

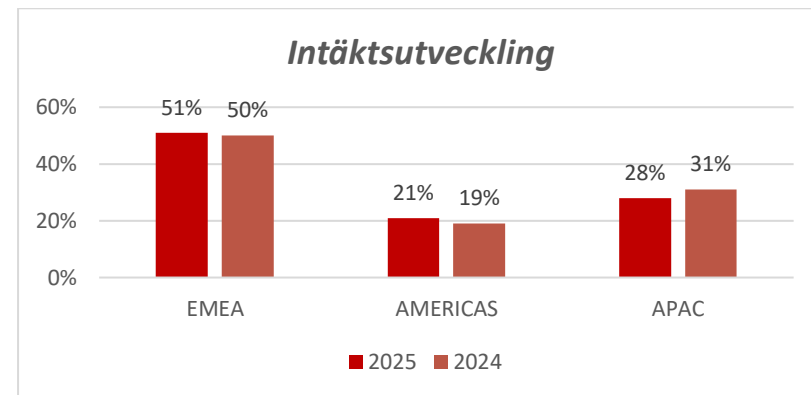
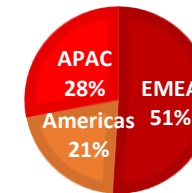
### APAC

APAC stod under H1 2025 för 28 % av intäkterna. Indien driver mycket av tillväxten och stora beställningar från brottsbekämpande myndigheter har säkrat en stark position, samt i Japan där intresset för UNIFY Collaborate är särskilt stort. Under Q2 2025 fördubblades intäkterna i APAC jämfört med föregående år och orderingen

överträffade budget. Regionen utgör en betydande tillväxtpotential framåt, även om konkurrensen förväntas öka i takt med att fler aktörer söker sig till de snabbt växande marknaderna.

## INTÄKTER REGIONER 2025 H1

■ EMEA ■ Americas ■ APAC



# Värdering

## Omsättning

Nuvarande år bedöms att fortsätta på samma spår som H1, och bli ett år utan betydande tillväxt, vilket beror på kundernas avvaktande orderläggning med hänsyn till makroläget. Därefter antar vi en tillväxt under marknadens, men strax högre än bolagets snitt. Detta motiveras av MSAB:s betydande investeringar sedan 2018.

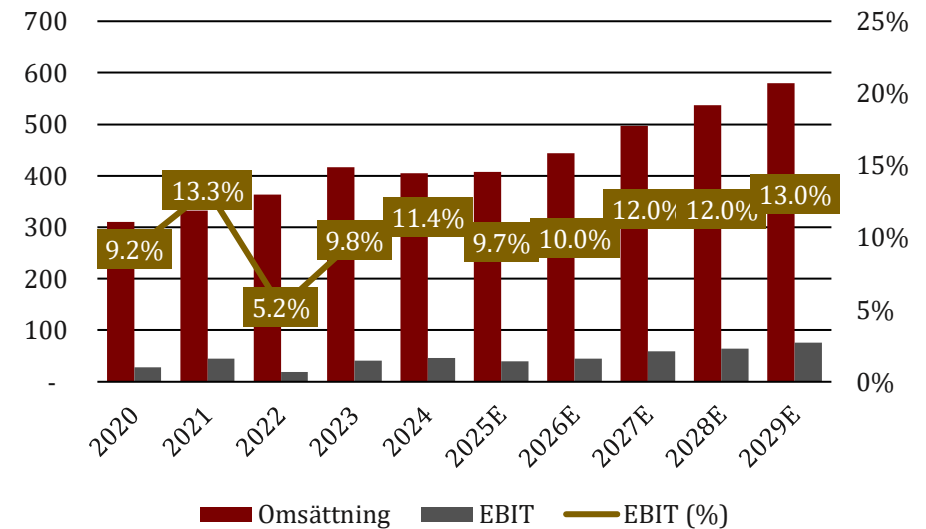
## Rörelsemarginal

Rörelsemarginalen antas uppgå till 9,7% i år, för att sedan öka i stabil takt framåt för att sedan toppa på 15%. Drivarna för detta är både skalbarhet, men också lägre investeringstakt längre fram i tiden. Vi menar även att en potentiell marginal skulle kunna uppgå till över 20%, men att bristen på insyn i bolagets kostnadsstruktur gör att vi ej är övertygade.

## Capex och D&A

Capex antar vi fortsätter på liknande trend som historiken vilket innebär 0,5% av omsättningen. Bolagets avskrivningar består i princip enbart av leasingamortering som består av bl.a. kontorslokaler och tjänstebilar. Vi ser detta som en kostnad som påverkar det fria kassaflödet och därav adderar vi ej leasingamortering i kassaflödesanalysen. Senaste fyra årens amorteringsgrad för leasing som andel av av- och nedskrivningar är 92%, som vi även använder för att beräkna framtida amortering. Detta gör att vi får lägre framtida fritt kassaflöde än den föregående analysen på MSAB, vilket därav sänker riktkursen.

## Revenue, EBIT and EBIT Margin (MSEK)



## Balansräkning

MSAB är skuldfria på räntebärande basis. Därutöver har man en kassa på 90mkr, vilket motsvarar ca 8% av börsvärde. Varken obefintlig skuldsättning eller stor kassa är något ovanligt för MSAB, vilket kan tyda på en försiktighet hos ledningen. Vi ser det ej som omotiverat att bolaget minskar nettokassan, men desto mer osannolikt.



# Värdering

## Relativvärdering

I relativvärderingen har Peers valts ut baserat på liknande affärsmodeller och expertisområden, även om urvalet är begränsat. De mest direkta konkurrenterna är Cellebrite och OpenText Corp, som båda är verksamma inom digital forensik. F-Secure, Cellebrite och Enea användes även i den tidigare analysen, vilket möjliggör en rättvis jämförelse över tid.

Resultatet av relativvärderingen indikerar en betydande nedsida för MSAB, med -49 % i P/E och -5 % i EV/EBIT, vilket tyder på att bolaget handlas till en premie jämfört med konkurrenterna. Det är dock viktigt att notera att Cellebrites höga EV/EBIT- och EV/EBITDA-tal påverkar genomsnittet avsevärt. Utan dessa extrema värden hade nedsidan för MSAB varit ännu större. Relativvärderingen indikerar rikt kursen 51,5kr vilket innebär en nedsida på -15,3%

## DCF

I vår DCF använder vi en WACC på 8,9% beräknad utifrån en marknadspremie på 6,2%, hämtad från PWC. Betan sätts tills 1 då Avanzas beta på 0,44 hade påverkat WACC:en väsentligt. Riskfria räntan uppgår till 2,34%. Tillsammans med estimaten uppgår rikt kursen till 49,54kr, vilket innebär en nedsida på -18,52%.

## Sammanvägd rikt kurs

En likaviktad rikt kurs uppgår till 50,5kr, och en nedsida på -17%.

	P/E	EV/EBIT	EV/EBITDA
F-Secure	15,90	12,50	8,80
Cellebrite	NEGATIVT	62,20	62,20
Enea	20,70	15,80	6,10
OpenText Corp	23,00	14,70	10,50
Average	19,87	26,30	21,90
MSAB	39,09	27,92	20,11
Upside/downside	-49%	-5%	8%

WACC	Change in Revenue						
	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0%	2,0%	4,0%	6,0%
10,4%	-38%	-37%	-36%	-34%	-33%	-32%	-30%
9,9%	-34%	-33%	-32%	-30%	-29%	-27%	-26%
9,4%	-30%	-28%	-27%	-25%	-24%	-22%	-21%
8,9%	-25%	-23%	-22%	-20%	-18%	-17%	-15%
8,4%	-19%	-17%	-15%	-14%	-12%	-10%	-8%
7,9%	-12%	-10%	-8%	-6%	-4%	-2%	0%
7,4%	-4%	-2%	0%	3%	5%	7%	10%

WACC	Change in EBIT margin						
	-6,0%	-4,0%	-2,0%	0%	2,0%	4,0%	6,0%
10,4%	-37%	-36%	-35%	-34%	-33%	-32%	-31%
9,9%	-33%	-32%	-31%	-30%	-29%	-28%	-27%
9,4%	-28%	-27%	-26%	-25%	-24%	-23%	-22%
8,9%	-23%	-22%	-21%	-20%	-19%	-18%	-17%
8,4%	-17%	-16%	-15%	-14%	-13%	-12%	-11%
7,9%	-9%	-8%	-7%	-6%	-5%	-4%	-3%
7,4%	-1%	0%	2%	3%	4%	5%	6%



# Rekommendation

## Sammanfattning

MSAB har en spännande framtid i och med sin starka position på marknaden för digital forensik. Med en stabil finansiell ställning och stark underliggande tillväxt spår vi en ljus framtid för bolaget med en stabil omsättningstillväxt strax under 10%, tillsammans med stigande marginaler. Trots det indikerar både DCF och relativvärderingen nedsida, vilket tyder på att marknaden idag prisar in för mycket. Däremot ser vi att marginalerna skulle kunna normaliseras på högre nivåer än våra prognoser, men med tanke på bristen på insyn över vad som är investeringar och vad som är operativa kostnader är osäkerheten för hög. MSAB har därmed ett stort utfallsrum.

Analysen indikerar på ritkursen 50,5kr, vilket innebär en nedsida på -17%. Riktkursen tillsammans med osäkerheten och den höga värderingen gör att vi rekommenderar UEAM att **sälja** MSAB.

