

ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS

10 maj 2019

**VERISEC AB**

**MER TILLVÄXT KRÄVER KAPITAL**

# Innehåll

<b>Mer tillväxt kräver kapital</b> .....	2
Temperatur .....	3
Ledning och styrelse.....	3
Ägare.....	3
Finansiell ställning.....	3
Potential.....	3
Risk .....	3
Investment Case .....	4
Marknader .....	5
Drivkrafter i marknaden .....	5
Bolagets fokusområden .....	7
Digitala identiteter.....	7
Risker .....	9
Prognoser och värdering .....	10
DCF - värdering.....	12
Disclaimer.....	14

# Mer tillväxt kräver kapital

**Verisecs rapport för det första kvartalet 2019 uppvisade kraftigt bättre omsättning samt resultat än vi väntade oss. Tillväxten kommer att kräva mer kapital mot slutet av året vilket signalerar en positiv framtidssyn.**



Då bolaget är inne i en tillväxtfas är det förstås svårbedömt när och under vilka kvartal den kommer. Tillväxten under det första kvartalet blev avsevärt högre än väntat med en omsättning på 28,8 miljoner kronor upp från 17,7 miljoner från samma kvartal

året innan. Vi hade förväntat oss en marginell uppgång till 19 miljoner kronor, baserat på de traditionella produkterna. Vad vi erfar är fortfarande bidraget marginellt från Freja eID, där vi långsiktigt ser den största potentialen. Resultatet blev bättre än väntat främst beroende på ett högre bruttoresultat drivet av omsättningsökningen. Vi justerar upp våra omsättningsprognoser för kommande kvartal baserat på en positiv utveckling för de klassiska ID produkterna. Vi lämnar i stort sett våra antaganden för Freja eID oförändrade.

Bolaget indikerar att det kommer uppstå ett kapitalbehov under det fjärde kvartalet i år. Vi hade inte räknat med detta men inte heller uteslutit det. Vi ser det som ett offensivt val som visar på att bolaget tror på en bra tillväxt både för de klassiska ID produkterna och Freja eID under slutet av året samt för 2020. Vi antar att kapital behovet ligger någonstans mellan 30 och 40 miljoner kronor. Med tanke på tillväxtförutsättningarna och en stabil grund borde kapitalanskaffningen inte vålla några problem. Det kan dessutom vara en möjlighet att skapa en större omsättning i aktien. Bolaget har även annonserat ett avtal tecknats i samarbete med integrationspartnern DevCode Group för integration av kunder utanför Sverige. Det påminner oss om de goda tillväxtpotentialerna för Freja eID. Vi justerar upp våra antaganden med ett motiverat pris per aktien i basscenariot på 135 (140) kronor vilket i realiteten är en uppjustering. Det motiverade priset är dock justerat för en emission mot slutet av året där vi antar att bolaget emitterar 400 tusen aktier till en rabatt om 10% dvs 90 kronor i skrivande stund, vad emissionskursen blir beror självklart på vad aktien står i vid tillfället för emissionen. Detta bedöms inbringa cirka 34 miljoner kronor efter kostnader. Den starka tillväxten och bättre utsikter kompenserar till viss del emissionens utspädningseffekt.

## Utfall och prognoser, Basscenario

MSEK	2017	2018	2019P	2020P	2021P
Nettointäkter*	67	81	107	176	223
EBIT	-22,4	-28,4	-23	17	44
EBIT marginal	-34,1%	-35,0%	-21,5%	9,7%	19,8%
EPS, kronor	n.m	n.m	n.m	3,6	6,7

Källa: Verisec och Carlsquare \* i prognoserna ingår inte aktiverade kostnader.

Datum: 10 maj 2019  
Analytiker: Mats Hyttinge, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: Verisec AB  
Lista: FIRST NORTH PREMIER STOCKHOLM  
Vd: Johan Henrikson  
Styrelseordförande: Christian Rajter  
Marknadsvärde: 451 MSEK  
Senast: 92,6 SEK

Kort om Verisec: Verisec är verksamt inom IT-säkerhet med särskilt fokus mot digitala identiteter. En större omställning av affärsmodellen har skett, från att vara en teknikleverantör till att bli en tjänsteleverantör. Den nya e-legitimationen Freja eID har utvecklats under de två senaste åren. Bolaget arbetar nu på att öka antalet tjänsteleverantörer och antalet användare i det nya systemet. Det tidigare erbjudandet kvarstår men förväntas inte växa nämnvärt. För den senaste uppdaterade grundanalysen klicka [här](#).

Möjligheter och styrkor: Bolaget verkar inom en marknad inom IT-säkerhet som förväntas växa kraftigt i spåren av nya regleringar och en fortsatt stor tillväxt inom online. Den trista trenden med allt mer cyberbrott tros fortsätta att vara ett hot mot alla användare av online tjänster vare sig det är företag, myndigheter eller privatpersoner.

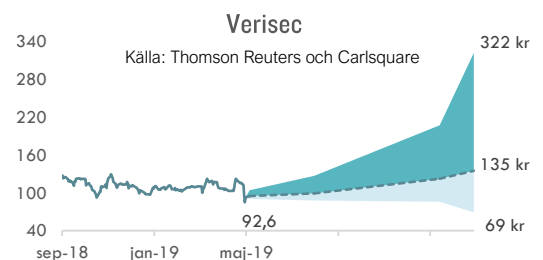
Bolaget har en lång och stark historik inom IT-säkerhet och deras kompetens inom digitala identiteter är välkänd. Tillväxten i det första kvartalet 2019 visar även på att de klassiska produkterna även de har en framtid.

Verisec har en bra position på den svenska marknaden som runner-up till BankID.

Först ut att ha ansökt om att bli en svensk e-legitimation inom EU. (eIDAS)

Risker och svagheter: Bolaget har investerat både tid och pengar på transformationen från teknikleverantör till tjänsteleverantör. Det krävs att denna satsning blir lyckad och att bolaget får in tillräckligt med tjänsteleverantörer för att i förlängningen få in användare. Konkurrensen i Sverige är stor från etablerade BankID.

Värdering: Bear 69 kr Bas 135 kr Bull 322 kr



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Vd John Henrikson har en mångårig erfarenhet av IT-säkerhet på olika positioner. Han är en av grundarna av Verisec och har varit operativ sedan 2002. Finnschefen Jakub Missuna är även han en av grundarna till bolaget och har varit operativ sedan starten. Styrelseordföranden Christian Rajter är ny som ordförande men har varit med i styrelsen sedan 2015. Han har lång bakgrund inom online gaming- och gambling branschen med ett stor internationellt nätverk.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare



Företagsledningen samt delar av styrelsen är i olika konstellationer stor ägare i Verisec vilket bör ge ett bra incitament att driva verksamheten aktieägarvänligt. Bolaget har även några större institutionella ägare bland de tio största ägarna, däribland Robur och Handelsbanken fonder. Det finns en möjlighet att nu i samband med det annonserade kapitalbehovet öka det institutionella ägandet ytterligare.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Bolaget har investerat stort i sin omfokusering av verksamheten. Detta har kostat och bolaget har under 2018 gjort en nyemission för att finansiera utvecklingen. Med våra tidigare prognoser kommer kapitalet att räcka fram till lönsamhet. Bolaget har annonserat att de anser sig behöva ett kapitaltillskott mot slutet av 2019. Det tror vi är drivet av en positiv tro på möjligheterna för både den traditionella affären samt Freja eID.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets finansiella ställning.

### Potential



Verisec är väl positionerat för att kunna dra nytta av de ökade kraven på säkerhet i en starkt växande online marknad. Tillväxten drivs av kundernas önskemål men även av ökande krav från olika lagstiftande instanser. Tillväxten förväntas komma från e-legitimationer där Freja eID ligger långt framme. Dock så har den traditionella delen med bland annat säkerhetsdosor i det första kvartalet 2019 visat en imponerande tillväxt även om vi förväntar oss att den över tid bli en mindre del av bolaget.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk



Verisec har funnits på marknaden en längre tid. Sedan 2016 har bolaget börjat ställa om rörelsen mot de affärsmöjlighet som ekosystemet för e-legitimationer ger. Det finns risker i att Freja eID inte kommer få något större genomslag på marknaden. Alternativt att det kommer ta längre tid på grund av att många marknader fortfarande är omogna.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



## Investment Case

Verisec har varit verksamt sedan 2002 med bra lönsamhet i perioder. Med fokus på IT-säkerhet och digitala identiteter såg bolaget de trender som växer fram i en marknad i ständig förändring. Under 2016 initierades nästa steg i utvecklingen som är av stor strategisk betydelse grundat på marknadens krav och utveckling. Satsningen på Freja eID innebär fortsatt att den digitala identiteten fortsatt står i fokus men med en ny och mer skalbar affärsmodell baserat på ett plattformstänk. Bolaget har identifierat att det växer upp ekosystem av e-legitimationer som är framtiden för digitala identiteter i en allt mer digital och online värld.

Verisec har kommit långt med sin nya produkt inom e-legitimation och har på drygt två år gått från en idé till en godkänd och användbar produkt. Tanken är att få in så många tjänsteleverantörer och användare som möjligt in i deras system. Detta underlättas av att Freja eID sedan januari 2018 är godkänt av statliga E-legitimationsnämnden. (Numera DIGG – Myndigheten för digital förvaltning) Tillväxten för digitala identiteter kommer vara kraftig framöver och drivs dels av regulatoriska krav bland annat från EU samt andra organ och dels av användare av olika tjänster som vill ha en säkrare upplevelse online, varje sig det gäller ett köp från ett företag eller kontakt med en myndighet. Tillväxten finns där och förutsättningarna för Verisec är goda att kunna ta del av denna tillväxt.

Den traditionella rörelsen som teknikleverantör av bland annat bankdosor kommer fortsatt att vara viktig under ett flertal år framöver. Här har vi underskattat tillväxtpotentialerna, vilket tydligt visade sig under det första kvartalet 2019. Detta kommer troligen fortsatt att vara volatilt beroende på långa införsäljningsprocesser.

Vi tror att bolaget har goda förutsättningar att bli ett gångbart alternativ i första hand i Sverige men även i förlängningen i norden och Europa. Samarbeten med Tieto och CGI ger potential för att Freja eID ska kunna användas av deras kunder. Under slutet av detta år har ett flertal samarbeten lanserats, däribland ATG och en av de större apotekskedjorna i Sverige.

Vi har i vår värderingsansats tagit fram tre scenarion med tre olika målkurser. Där vi i vårt basscenario har ett motiverat pris på aktien på 135 (140) kronor, justerat för en förväntad emission under andra halvåret 2019.

Freja eID är en mobil e-legitimation som användaren kan nyttja för att logga in, skriva under och kommunicera säkert i den digitala världen. Freja eID har även en kostnadsfri tjänst för skydd mot ID-kapningar.

## Marknader

Verisec är nu verksamt inom tre produktgrenar samt inom tjänster där allt är relaterat till olika typer av säkerhet. Produkterna delas in i tre olika grupper där Autentisering, Nyckelhantering och Kryptering är den övergripande strukturen. För tjänste-delen skräddarsys hantering och logistiksystemen för att lösa varje kunduppdrag då de ofta är unika för den specifika kunden. Verisec har sedan 2016 börjat fokusera på den av bolaget identifierade framtiden för digitala identiteter. Givet att bolaget lyckas i sina ambitioner att bolaget kommer bli en tjänsteleverantör från att tidigare främst varit en teknikleverantör (exempelvis bankdosor).

### Drivkrafter i marknaden

Det är onekligen så att omvärlden blir allt mer uppkopplad. Digitaliseringstrenden är stark och drivs i mångt i och mycket av de stora kostnadsbesparingar som det skapar för företag och myndigheter. Då digitalisering i de flesta fall underlättar även för kunder/privatpersoner är det också en stark drivkraft där dessa önskemål och krav på tjänster och produkter fortsätter att ge företagen ytterligare incitament att fortsätta att utveckla sitt digitala erbjudande. Denna utveckling ställer dock krav på att informationen hanteras säkert och att användarnas identiteter och behörigheter hanteras och verifieras på ett tillförlitligt sätt.

Då information är en värdefull tillgång får alla parter gör det att skyddandet av denna information är hög prioriterat. Eventuella läckage eller förluster av känslig information kan innebära stora ekonomiska och varumärkesrelaterade förluster.

Den allt mer ökande internetanvändningen och ett ökat antal applikationer är ytterligare en drivkraft på marknaden. Tillväxten av digitala tjänster som kräver en säker digital identitet och ett tillförlitligt skydd av informationen har i spåren av den kraftiga ökningen av internetanvändande också ökat kraftigt. Några delar som växt kraftigt är förstås e-handel, elektroniska banktjänster, myndighetsärenden samt även sociala medier. Den allt mer enkla tillgången till internet genom smartphones och surfplattor driver även det internetanvändandet kraftigt framåt.

### Antal globala cyberbrott per dag

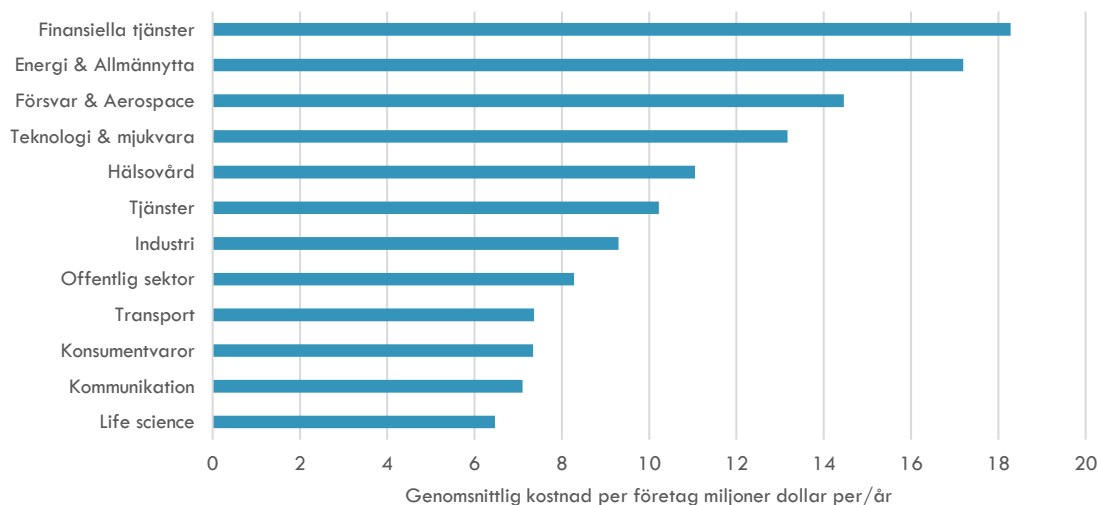
Cyberbrott	Uppskattad daglig aktivitet
Skadliga skanningar	80 miljarder
Ny skadlig kod	300 000
Phishing	33 000
Ransomware	4 000
Uppgifter förlorade pga hacking	780 000

Källa: McAfee CSIS report 2018, Carlsquare

En tilltagande hotbild i spåren av ett ökat internetanvändande ter sig tyvärr som normalt. Identitetsstölder och andra former av cyberattacker ökar drastiskt med följd att behovet av IT-säkerhet ökar ytterligare samt att marknaden spås en fortsatt stark tillväxt. Den globala ekonomiska skadan av cyberkriminalitet uppskattas enligt The Center for Strategic and International Studies (CSIS) uppgå

till nästan 600 miljarder dollar per år eller nästan en procent av den globala BNP varje år. Detta är kraftigt upp sedan den förra studien från 2014 som visade på 445 miljarder dollar per år.

### Uppskattade kostnader per företag per sektor per år i genomsnitt (MUSD)

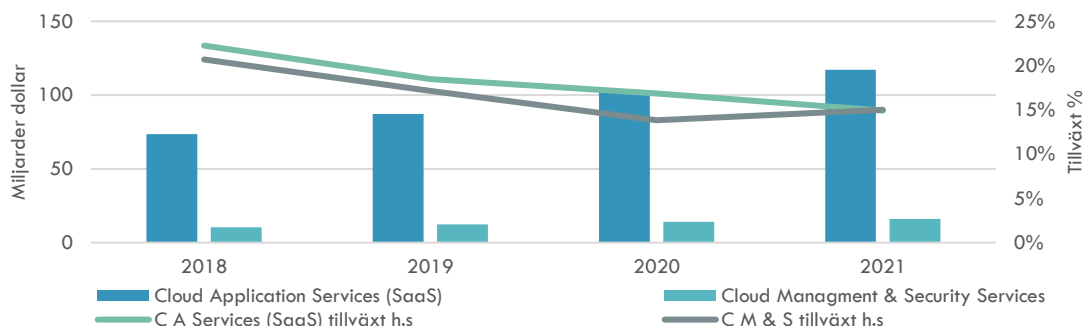


Källa: Accenture Cost Cybercrime Study, Carlsquare

Den ekonomiska skadan är stor vilket kommer att fortsätta att driva tillväxten för IAM (Identity & Access Management) marknaden. Det finns många olika prognoser för denna marknadstillväxt. Som ett exempel har Research and Markets prognostiserat en marknad för IAM under 2018 på 16 miljarder dollar som förväntas växa med en genomsnittlig takt om 18,8 procent per år för att nå nästan 38 miljarder dollar 2023.

En ytterligare faktor som talar för digitala identiteter är att de nuvarande lösningarna inte ger tillfredställande säkerhet. De fasta lösenorden som under lång tid har varit dominerande är inte tillförlitliga, det finns många exempel under senare år när lösenord kommer ut genom antingen hackerattacker eller av andra skäl. Fasta lösenord kan knäckas med programvara som använder datakraft och algoritmer, detta tillsammans med en betydande administration runt systemet både för privatpersoner och organisationer. Det utbredda användandet beror främst på att de är enkla att införa samt att alternativen som fysiska inloggning generellt har varit för dyra. I många andra länder än Sverige är fortfarande lösenord den gängse formen för inloggning med medföljande säkerhetsrisk.

### Marknadsstorlek & tillväxt för utvalda molntjänster



Källa: Gartner, Carlsquare

En annan faktor som driver marknaden för säkerhetslösningar är alla de molnbaserade lösningar för såväl programvara samt infrastruktur. Tjänster kan exempelvis vara Microsoft 365 och infrastruktur för datalagring. Denna trend innebär ytterligare utmaningar för IT-säkerheten då dessa tjänster inte omfattas av den säkerhet som det interna nätverket potentiellt har. Molndistribuerad programvara SaaS förväntas fortsatt att uppvisa stark tillväxt under de kommande åren. SaaS marknaden förväntas gå från en uppskattad marknad om 116 miljarder dollar under 2018 till hela 132 miljarder dollar 2020. (Statista)

## Bolagets fokusområden

Verisec har varit verksamt sedan 2002 där fokus har varit digitala identiteter. Över tid har marknaden skiftat som en följd av att de tekniska möjligheterna har utvecklats liksom att marknads kommersialisering fullständigt har exploderat. Den snabba utvecklingen av internet och som följd både e-handel och molnlösningar samt en mängd andra lösningar som använder internet har skapat nya och utökade behov av säkerhet.

### Digitala identiteter

Sedan starten har fokus inom bolaget var mot digitala identiteter där marknaden främst har bestått av kunder som köpte en teknisk lösning för att lösa sin egna användaridentifiering. Med tiden har fler och fler företag och branscher upptäckt ett behov av en säker identifiering men har inte haft resurser att varken sköta drifern eller grundidentifieringen. I Norden har ett ekosystem av e-legitimationer växt fram som kontrolleras av bankerna som i sin tur har lyckats sälja in dessa system till andra aktörer som myndigheter och företag. Verisec har med sin ställning inom digitala identiteter tidigt identifierat både framväxten av ekosystemet och även en allt mer växande hotbild för identitetsstöld på internet. Under 2016 tog därför bolaget sina första steg mot att bli del av dessa växande ekosystem av e-legitimationer.

Bolaget har antagit att det är en betydande affärsmöjlighet då det stora flertalet som är uppkopplade i framtiden bör kunna legitimera sig på ett säkert sätt. Det finns även nationella samt internationella initiativ för att driva på utvecklingen mot



säkra identifieringar. Här kan exempelvis eIDAS nämnas som är en EU förordning som gör det obligatoriskt för offentliga myndigheter i hela EU att tillåta inloggning även med utländska e-legitimationer.

Den traditionella lösningen med lokalt installerade lösningar som Freja ID och Freja Mobile (dosor etcetera) som tekniska lösningar inom digitala identiteter kommer säkerligen att finnas kvar under en relativt lång tid och kommer fortsatt att vara en stor marknad globalt. Detta område tillsammans med informationssäkerhet kommer fortsatt vara det huvudsakliga erbjudandet fram tills Freja eID kan börja erbjudas internationellt på ett liknande sätt som i Sverige.

Det är dock är det inte troligt att tillväxten för Verisec primärt framöver kommer att ligga inom detta område, även om utvecklingen under det första kvartalet 2019 påvisar något annat. Vi bedömer trots detta att den primära tillväxten under kommande år kommer från den nya tjänsten **Freja eID** som lanserades under augusti 2017. Bolaget har sedan dess bearbetat ett stort antal företag och myndigheter som tydligt har indikerat en efterfrågan för fler e-legitimationer än den som bankerna erbjuder.

Freja eID är en mobil e-legitimation där användaren kan logga in, skriva under och kommunicera säkert med den digitala världen. Detta är en ersättare för lösenord och andra typer av lösningar (som dosor) där Freja eID appen används vid inloggning och användaren godkänner inloggningen med sitt fingeravtryck eller sin personliga PIN-kod. I jämförelse med konkurrenten på den svenska marknaden, Bank-ID, har Verisec fokuserat på att utöver den säkra inloggningen även kunna erbjuda mer kostnadsfria extra tjänster, vilket kommer göra erbjudande mer attraktivt för användaren. Det är viktigt för att kunna vara konkurrenskraftig i en framtid där det finns flera leverantörer av e-legitimationer.

Ett exempel på ytterligare tjänster utöver det traditionella systemet är blockering av vissa tjänster temporärt samt möjlighet att se alla sina digitala transaktioner. Ytterligare en intressant tjänst för att stärka skyddet mot ID-kapningar lanserades under våren 2018. Denna tjänst ger möjlighet att få information om någon har gjort ändringar på användarens folkbokföringsadress, vilket ofta är första steget i en ID-kapning vilket adderar ytterligare värden för användaren.

Freja eID fick i början av 2018 godkännande av statliga E-legitimationsnämnden (numera DIGG – Myndigheten för digital förvaltning) för kvalitetsmärket Svensk e-legitimation. Detta godkännande har gjort att många kunder, särskilt inom offentlig sektor kan ta steget att implementera Freja eID. Verisec har även ansökt hos DIGG om att Sverige ska anmäla Freja eID som en Svensk e-legitimation inom eIDAS, EU:s projekt för gränsöverskridande digitala identiteter.

Freja eID är en plattformsbaserad affärsmodell vilket gör att värdet kommer drivas av hur många användare du kan få in i systemet samt hur det kan generera värde för tjänsteleverantörerna. Det är självklart att det är svårt att få många användare om man har ett begränsat urval av tjänsteleverantörer samt att det även är svårt att locka tjänsteleverantörer utan användare. Bolaget har vad vi förstår initialt fokuserat på att sluta avtal med tjänsteleverantörer för att på så sätt även bygga antalet användare. Avtalet med ATG under 2018 måste i detta hänseende ses som en milstolpe med deras stora antal användare som dagligen loggar in på deras

---

eIDAS: En EU-förordning som innebär att det från 29 september blir obligatoriskt för offentliga myndigheter att tillåta inlogningar med utländska e-legitimationer. Ansökan inlämnad att Freja eID ska bli en av Sveriges godkända e-legitimationer inom eIDAS.



digitala tjänst. En ytterligare intressant faktor med ATG är att de har fysiska butiker där användaren kan identifiera sig fysiskt, vilket annars är ett problem rörande uppsättandet av en e-legitimation. BankID har ett naturligt sätt att lösa detta genom bankkontoren även om de visserligen blir färre och färre.

För att lyckas att skapa ett ekosystem av e-legitimationer krävs förutom den tekniska kompetensen en förmåga att skapa tillit och en förmåga att attrahera både tjänsteleverantörer samt användare. Utan bolagets långa erfarenhet inom kryptering och som leverantör av de befintliga produkterna är det inte troligt att bolaget kunnat lansera en av myndigheterna godkänd nationell infrastruktur för e-legitimering på så kort tid. Med bolagets långa historik inom sektorn där man har hjälpt företag, myndigheter och andra med avancerade IT – säkerhetslösningar har bolaget redan byggt upp en grund för tillit på marknaden för Freja eID.

Förutom dessa tjänster inom autentisering som beskrivits ovan levererar bolaget även lösningar för nyckelhantering och kryptering vilket har varit till nytta för att komma till den position som Verisec har idag. Det är inte troligt att bolaget skulle ha klarat av att bygga bland annat Freja eID på så kort tid och dessutom redan ha den godkänd av myndigheter och några intressanta kunder såsom ATG och ytterligare ett antal kommuner mot slutet av 2018. I januari anslöt spelinspektionen sin nationella tjänst Spelpaus.se, vilket är en intressant tjänst för att motverka spelberoende. I januari anslöt sig även Nynäshamns kommun till Freja eID.

Utöver de ovan nämnda så slöt Verisec under det första kvartalet 2019 avtal med Internetstiftelsen, Alfa kommun och Landsting AB samt Nacka och Sandvikens kommuner som blir förlitande parter i Freja eID. Bolaget tecknade även avtal med IBM under mars 2019 om att utöka licenserna för storbanken BBVA för användning av Freja ID i Latinamerika och USA. Efter kvartalets utgång har även bolaget slutit avtal med Norrbottens e-nämnd, vilket innebär att 14 kommuner som ingår i denna nämnd (länet) kommer att lägga till Freja eID som identifieringsmetod till kommunernas e-tjänster.

## Risker

Verisec har varit verksamt på marknaden för IT-säkerhet sedan 2002. Bolaget har haft en stadig omsättning från sin affärsmodell som en teknikleverantör i olika former. Lönsamheten har tidigare varit god och uppvisat rörelsemarginaler runt 16 procent dock i och med omfokuseringen från en teknikleverantör till en tjänsteleverantör har bolaget investerat för att snabbt kunna leverera sina nya tjänster. Dessa investeringar i både personal och utveckling är självklart finansiellt betungande.

Bolaget har investerat stort på sitt nya fokusområde vilket gör det viktigt att få in både tjänsteleverantörer och användare i systemet. Detta är den primära och största risken om bolaget inte kan etablera sig som den naturliga utmanaren till det redan i Sverige välkända BankID. Marknaden är förstås enorm även utanför Sverige men signalvärdet av en lyckad lansering i Sverige är förstås stor.

Som i alla teknikbolag finns det förstås en del risker förknippat med tekniken då det säkerligen kommer finnas ytterligare konkurrenter utöver de som redan är aktiva i marknaden. Marknaden bör därför vara intressant även för konkurrenter som i dagsläget inte är inne i sektorn men har IT-säkerhetskompetens.

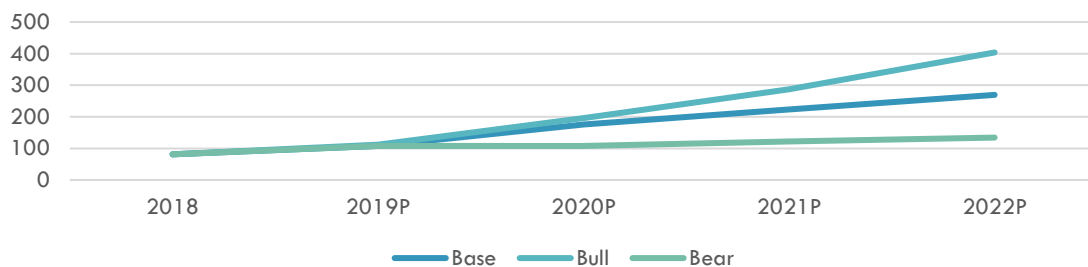
Bolaget har under kort tid utvecklat Freja eID som förväntas vara den stora tillväxtmotorn i framtiden för bolaget. Givet att Verisec har stor erfarenhet från IT-säkerhetssektorn och legitimering men främst som en teknikleverantör kan steget från detta till en tjänsteleverantör kan vara stort och utmanande.

Det finns som alltid i bolag som utvecklar ny teknik och ska få ut den på marknaden en viss risk för förseningar både rörande teknik och marknad. I detta fall då produkten har kommit långt är den största risken marknadsrisken.

## Prognoser och värdering

Verisec har under det senaste två åren fokuserat och spenderat mycket kraft på att förändra bolaget från en teknikleverantör till att bli en tjänsteleverantör eller mer korrekt en plattformssaktör. Denna utvecklingsprocess har varit extremt snabb och produkten är både godkänd och klar för användning. Bolaget har under 2018 fokuserat mycket på att bygga upp partnerskap och samarbeten för att användarna av tjänsten ska ha några tjänster att använda. Vi anser att bolaget har levererat ungefär som kan förväntat. Vi blev dock positivt överraskade av den kraftiga tillväxten under det första kvartalet 2019 från bolaget traditionella lösningar.

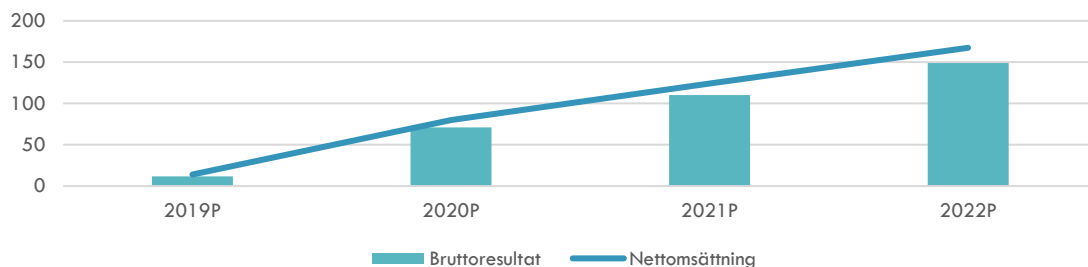
### Förväntad intäktsutveckling 2019P-2022P



Källa; Carlsquare

Det är självklart svårt att prognosticera när bolaget får genomslag både på i första hand den svenska marknaden för Freja eID men även internationellt. Vi visar i grafen ovan då vi räknat på tre olika scenarion där utfallet för Freja eID kommer ut olika. I vårt basscenario, vilket som vi ser det mest sannolika utfallet i nuläget bygger det på att Freja eID kommer bli en standard för den publika sektorn i linje med hur utvecklingen har sett ut under 2018. Det är även troligt att ett flertal banker som inte ingår i BankID samarbetet kommer att anamma systemet under 2019. Samarbetet med ATG visar även på en potential i spelsektorn där Verisecs prismodell kommer vara ytterst attraktivt för spelbolagen.

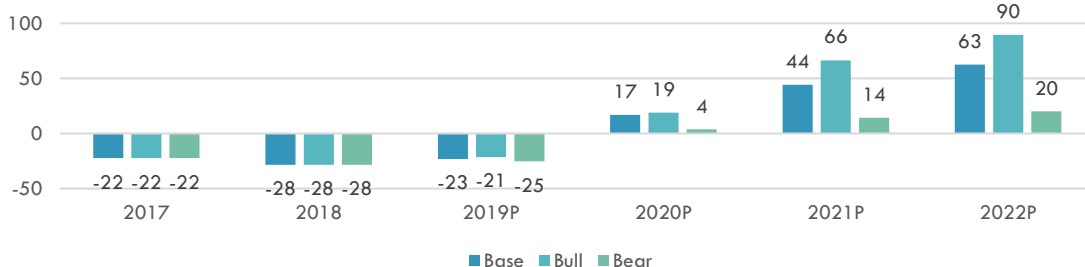
### Utveckling Freja eID, 2019P – 2022P



Källa: Carlsquare

Prismodellen är konkurrenskraftig mot den på marknaden dominerande aktören BankID vilket gör det troligt att bolaget kommer ta marknadsandelar även om de antagligen inte blir den dominerande aktören. Vi anser att det kommer finnas plats för flera aktörer inom denna växande marknad både i norden och på sikt globalt när marknaderna är mogna för detta.

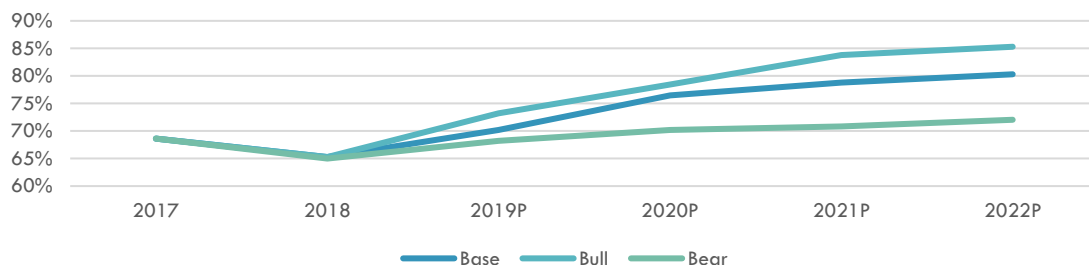
### EBIT – utveckling Bas, Bull och Bearscenariot, 2017 – 2022P



Källa: Carlsquare (Siffrorna för prognos är något lägre relaterat till högre avskrivningar delvis hänförligt till IFRS16, EBITDA nivåer är justerat uppåt)

I våra prognoser för basscenariot ligger en förväntan på att bolaget kommer bli det realistiska alternativet först i Sverige och sedan i Norden och i förlängningen fler länder i Europa. Med tiden då vi ser stor tillväxt för Freja eID kommer bruttomarginalen utvecklas starkt positivt för att uppnå nivåer för denna del liknande andra mjukvarubolag med en plattformsbaserad affärsmodell.

### Bruttomarginalutveckling - Bas, Bull och Bearsscenario - 2017 - 2022P



Källa: Carlsquare

## DCF - värdering

Nedan framgår våra prognoser enligt vårt basscenario. Detta är enligt vår bedömning det mest sannolika scenariot givet nu tillgänglig information från bolaget och hur marknadspotentialen för dess produkter och tjänster ser ut efter första kvartalet 2019. Den stora potentialen anser vi finnas för Freja eID även om den nuvarande kärnaffären uppvisar förvånansvärd stark tillväxt under det första kvartalet 2019. Det gör att våra tidigare antagande om en tillväxt om endast en procent per år ter sig något för försiktigt. Vi har justerat upp de närmaste åren något för kärnområdet, men behöver se ytterligare kvartal med stark tillväxt för att extrapolera fullt ut.

### DCF - värdering basscenario

MSEK	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	TV
Omsättning	107	176	223	269	321	377	419	451	487	501
Rörelseresultat	-23	17	44	63	84	108	119	120	121	127
Rörelsemarginal %	-21,5%	9,7%	19,8%	23,3%	26,2%	28,6%	28,3%	26,5%	24,9%	25,3%
Fria Kassaflöden (FCF)	-8	39	45	61	80	98	92	107	96	96
Nuvärde kassaflöde	318									
Nuvärde, restvärde	341									
Rörelsevärde	659									
Nettoskuld	51									
Summa värde eget kapital	710									
Antal aktier (miljoner)	5,3									
Motiverat pris per aktie	135									

Källa: Carlsquare

Vi räknar med att Verisecc kommer lyckas i sin ansats på marknaden även om det självklart finns osäkerhet rörande timing och vilka ytterligare insatser som krävs. Dessutom är de olika marknaderna olika mogna vilket kan kräva mer tid för att tillväxten ska ta fart. Det är dock oomtvistligt att marknaden för digitala lösningar för säkra identiteter kommer växa allt snabbare vilket talar för Veriseccs lösningar.

I vårt basscenario räknar vi med att kärnverksamheten uppnår bruttomarginaler i linje med vad de uppnått historiskt dvs runt 66 procent,. Vi har justerat våra antagande i spåren av en stark utveckling för nuvarande kärnverksamhet. Dock räknar vi fortfarande med att majoriteten av tillväxten i framtiden kommer att komma från Freja eID där bruttomarginalerna kommer vara goda 89 procent. Vi räknar med en CAGR (ackumulerat årlig tillväxt) för basscenarioet för perioden 2019 - 2023 på 31,5 procent och för 2019 - 2027 på nästan 21 procent. Det är något ned jämfört med förra analysen men hänförligt till en starkare bas 2019. I våra alternativa scenarion, Bull och Bear, så reflekterar bull-scenariot en mer lyckosam lansering med högre tillväxt och marginaler med en CAGR för perioden 2019 – 2023 på nästan 51 procent. Vidare ett scenario där utvecklingen antas bli avsevärt mer blygsam med en CAGR för bear-scenariot under perioden 2019 – 2023 på cirka 6,4 procent. Diskonteringsräntan är beräknad till 12,4 procent för alla scenarion. Se sammanställning nedan.

### 3 scenarion

	BEAR	BASE	BULL
WACC	12,4%	12,4%	12,4%
CAGR, 2019P - 2023P	6,4%	31,5%	51,2%
Tillväxt, evighet	1,0%	2,0%	3,0%
Rörelsevärde	324	659	1 646
Restvärde (TV), %	58%	52%	70%
Kassa, Dec-2019	48	58	59
Räntebärande skulder, Dec-2019	7	7	7
Nettokassa/skuld, Dec-2019	41	51	53
Aktievärde	364	710	1696
Antal aktier, miljoner	5,3	5,3	5,3
Motiverat värde per aktie, SEK	69	135	322

Källa: Carlsquare

Riktkurserna för de olika scenarion som vi har räknat på är i ett intervall mellan 69 (71) och 322 (342) kronor per aktie med ett basscenario på 135 (140) kronor per aktie. Det ger en potential på 34 procent. Det prognosticerade aktievärdet har stigit med våra justerade prognoser. Givet utspädningen blir värdet per aktie något lägre. Tidigare aktievärde var i samma ordning som ovan med Bear 343, Base 682, Bull 1666 miljoner kronor.

## Disclaimer

Carlsquare AB, [www.carlsquare.com](http://www.carlsquare.com), nedan benämnt Carlsquare, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska 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.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Mats Hyttinge äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.