

# AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



## JS SECURITY

*Förvärv öppnar upp för en snabbare expansion*

2022-03-03

Analytiker: Lucas Mattsson

**Analyst Group grundades 2014**, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

**Idag är Analyst Group** ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut,  
kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

# JS SECURITY (JSSEC)

FÖRVARV ÖPPNAR UPP FÖR EN SNABBARE EXPANSION



Genom att kombinera en organisk expansion via samarbeten och partnerskap, samt strategiska förvärv, ska JS Security Technologies Group AB ("JS Security" eller "Bolaget") växa och nå en position som det självklara valet för säker datalagring. Under år 2021 har JS Security tagit stora kliv i sitt utvecklingsarbete, vilket har resulterat i att Bolaget vid inledningen på år 2022 lanserat B2B-produkten Security-as-a-Service, samt dess P2P-nätverk. Givet Bolagets senaste förvärv, estimerad kundtillväxt, och applicerade prisnivåer, estimeras försäljnings-tillväxten ta fart från år 2022, för att tills år 2023 uppgå till ca 17,5 MSEK. Baserat på en målmultipel om P/S 4,3x på 2023 års försäljning, och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 9,5 kr.

## Lyckad produktlansering

Baserat på Bolagets senaste nyheter samt Q4-rapporten, antas intresset för plattformen varit stort sedan lansering. JS Security har sedan lanseringen, erbjudit en kostnadsfri 60 dagars-testperiod av produkten för feedback och kundbearbetning, där Bolaget erhållit intresseanmälningar avseende förlängning av testperioden från över 10 aktörer. Totalt har JS Security ett 30-tal testkunder samt ett mindre antal betalande kunder som använder Bolagets system i skarp miljö, med ambitionen att flertalet testanvändare skall övergå till att bli betalande kunder efter testperiodens slut.

## Strategiskt förvärv accelererar expansionen

Under Q4-21 fullföljde JS Security förvärvet av Stonebeach AB, ett väletablerat företag inom informationssäkerhet och dokumenthantering. Stonebeach nettoomsättning under 2021 uppgick till 6,8 MSEK (4), motsvarande en tillväxt om 70 %, med en EBITDA-marginal om ca 24 %. Med tanke på att JS Security inte har någon försäljning i dagsläget så kommer ett förvärv av Stonebeach resultera i en signifikant intäktsökning, samt så förväntas det tänkta förvärvet bidra med ett positivt kassaflöde redan under slutet på nästkommande år. Vidare innebär förvärvet upparbetade kanaler mot flera namnkunniga slutkunder som exempelvis Scania, Ica, Swedbank och Enea.

## Höjda prognoser

Med hänsyn till förvärvet av Stonebeach väljer vi att revidera upp våra estimat för prognosperioden, där vi utifrån ett antagande om ökad användartillväxt, accelererad expansion som ett resultat av förvärvet och en växande efterfrågan från marknaden, estimeras nettoomsättningen stiga till ca 17,5 MSEK år 2023, i ett Base scenario. Med bakgrund av ökade geopolitiska spänningar, och det minst sagt kyliga klimatet för börsnoterade utvecklings- och tillväxtbolag som ännu inte är lönsamma, har vi dock valt att revidera värderings-intervallet i samtliga scenarion.

**AKTIEKURS** | 5,9 kr

VÄRDERINGSINTERVALL, NUVÄRDE 2023 ÅRS PROGNOSS

<b>BEAR</b> 4,1 kr	<b>BASE</b> 9,5 kr	<b>BULL</b> 12,9 kr
-----------------------	-----------------------	------------------------

Diskonterad värdering (nuvärde) på 2023 års prognostiserade försäljning. Eventuell förändring i värdering antas ske stegvis, givet att gjorda antaganden infaller.

JS SECURITY TECHNOLOGIES GROUP AB	
Senast betalt (2022-03-02) (SEK)	5,9
Antal Aktier (st.)	6 333 334
Market Cap (MSEK)	37,4
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-0,1
Enterprise Value (MSEK)	37,3
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.
Lista	Spotlight Stock Market

UTVECKLING	
1 månad	-7,8 %
3 månader	-12,5 %
1 år	n.a.
YTD	-17,9 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)	
New Equity	15,9 %
Pierre Grönborg	12,3 %
Erik Wählin	9,9 %
Christopher Ramstedt	8,0 %
Gavald Holdings AB	5,8 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Pontus Wilgodt (tf)
Styrelseordförande	Christian Kronegård

FINANSIELL KALENDER	
Delårsrapport #4 2021	2022-02-25

PROGNOS (BASE), MSEK	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	7,6	17,5	26,2
<b>Bruttoresultat<sup>2</sup></b>	<b>4,2</b>	<b>9,8</b>	<b>18,5</b>	<b>27,3</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>3</sup>	n.a	76%	83%	89%
Rörelsekostnader	-8,0	-9,4	-15,1	-21,2
<b>EBITDA<sup>2</sup></b>	<b>-3,8</b>	<b>2,2</b>	<b>6,5</b>	<b>9,0</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>3</sup>	n.a	neg.	14%	19%
P/S	n.a	4,9	2,1	1,4
EV/S	n.a	4,9	2,1	1,4
EV/EBITDA	neg.	17,0	5,8	4,2

<sup>2</sup>Inkl. aktiverat arbete. <sup>3</sup>Exkl. aktiverat arbete.

# KOMMENTAR Q4-21

---

## Avslutar året med en stabil kostnadsutveckling

Under Q4-21 uppgick JS Securitys totala rörelsekostnader, exklusive avskrivningar, till ca -3,3 MSEK (-1,6), vilket rent procentuellt (+106 %) är en stor ökning, däremot jämfört med JS Securitys rörelsekostnader under föregående period (Q3-21), var ökningen i termer av absoluta tal (0,5 MSEK) fortfarande relativt låg. Under årets sista kvartal har Bolaget tagit flera steg närmre kommersialisering, vilket förväntas medfört ökade personalkostnader och ökade marknadsföringskostnader, vilket i sin tur driver upp totala rörelsekostnader.

## Lansering av Security-as-a-Service

Efter en period av *bounty*- och penetrationstestning av JS Securitys plattform och nätverk, utförd av det amerikanska cybersäkerhetsföretaget HackerOne, så har Bolaget tidigt under året lanserat en egenutvecklad plattform för fillagring; Security-as-a-Service, samt dess decentraliserade P2P-nätverk (lagringsnätverk). Security-as-a-Service möjliggör för användaren att på ett säkert och integritetsskyddat sätt, lagra filer av olika format och storlekar, på ett decentraliserat och distribuerat lagringsnätverk bestående av geografiskt separerade lagringsnoder. Bolagets lagringsstruktur baseras i och med detta, inte på en *single point of failure*-struktur, där all data lagras på ett och samma ställe, utan istället fördelat på flertalet oberoende platser. Utifrån vad vi kan tolka av Bolagets senaste nyheter samt Q4-rapporten har intresset för plattformen varit stort sedan lansering. JS Security har sedan lanseringen, erbjudit en kostnadsfri 60 dagars-testperiod av produkten för feedback och kundbearbetning, där Bolaget erhållit intresseanmälningar avseende förlängning av testperioden från över 10 aktörer. Totalt har JS Security ett 30-tal testkunder samt ett mindre antal betalande kunder som kör Bolagets system i skarp miljö, med ambitionen att flertalet testanvändare skall övergå till att bli betalande kunder efter testperiodens slut.

## Fullföljt förvärvet av Stonebeach

Under årets fjärde kvartal fullföljde JS Security förvärvet av Stonebeach AB, där ambitionen med förvärvet är att stärka koncernen med ytterligare spetskompetens, samt upparbetade kanaler mot befintliga kunder inom bank- och finanssektorn samt fordonsindustrin. Analyst Groups anser att det råder tydliga synergieffekter bolagen emellan såsom starkt *in-house* kompetens, korsförsäljning, samt utökade försäljningskanaler. Samtidigt ser vi att detta förvärv kan accelerera Bolagets tillväxt och expansion, genom framtagandet av ett självförsörjande datalagringsnätverk. Stonebeach nettoomsättning under 2021 uppgick till ca 6,8 MSEK med ett EBITDA-resultat om ca 1,6 MSEK. Dessutom har Stonebeach, genom en order från en stor aktör inom fordonsindustrin, redan säkrat 5,4 MSEK i nettoomsättning för helåret 2022. Givet detta, samt att JS Security och Stonebeach fortsätter att utvecklas med en god kostnadskontroll, ser Analyst Group stora möjligheter för det konsoliderade bolaget att skapa ett positivt kassaflöde redan under slutet av 2022. Under år 2022 förväntas försäljningen från JS Securitys plattform börja visa effekt och med bra momentum är chansen god att Bolagets TO1 är *in the money*, vilket kan ge ett kapitaltillskott om högst 11 MSEK under Q2-22, vilket kan leda till att ytterligare förvärvsdiskussioner inleds.

# INVESTERINGSIDÉ

## Stort behov av säkra datalagringsystem

**59%**  
HAR UTSATTS  
FÖR EN  
CYBER-  
ATTACK

I en undersökning av ProofPoint under år 2020, där 150 IT-chefer i Sverige deltog, angav 59 % att de utsatts för minst en cyberattack under de senaste tolv månaderna. I undersökningen framgick det även att 33 % av företagen rapporterade upprepade angrepp. Enligt en rapport från IBM ligger den genomsnittliga kostnaden för att åtgärda en dataläcka på 34 miljoner kronor, vilket är en ökning med 1,5 % jämfört med 2019. Antalet attacker blir därmed både fler såväl som mer kostsamma. Den globala kostnaden för dataläckor och cyberkriminalitet uppskattas resultera i kostnader motsvarande 6 biljoner dollar år 2021 (!) och enligt statistiken för molnlagring kommer detta att öka med 18 % per år under de närmaste åren. Olagliga intrång, läckor samt förstörelse av lagrad data är ett växande problem för företag, institutioner och myndigheter, som därtill kostar mycket pengar. Efterfrågan på ett säkert lagringssystem bedöms därför vara högt, något som gynnar en aktör som JS Security.

## Starka synergieffekter och kortare *time-to-market*

**+15-ÅRS**  
ERFARENHET

Under Q4-21 fullföljde JS Security förvärvet av Stonebeach AB, ett väletablerat företag inom informationssäkerhet och dokumenthantering. Stonebeach nettoomsättning under 2021 uppgick till 6,8 MSEK (4), motsvarande en tillväxt om 70 %, med en EBITDA-marginal om ca 24 %. JS Security har en tydlig vision att varje individ ska äga sin information till 100 %, något Analyst Group menar att förvärvet av StoneBeach bidrar till, då bolaget har över 15 års erfarenhet av att hjälpa företag genom att erbjuda konkurrenskraftiga lösningar inom dokument- och ärendehantering. Förutom att förvärvet stärker koncernen med ytterligare spetskompetens inom säker datalagring, bidrar det även till att stärka JS Securitys produktportfölj. Analyst Groups anser att det råder tydliga synergieffekter såsom stärkt *in-house* kompetens, korsförsäljning, samt utökade försäljningskanaler, samtidigt som det öppnar möjligheten för Bolaget att snabbare nå ut med produkterna på marknaden i en större skala.

## Värde drivare på kort- och medellång sikt

Efter en period av tester av JS Securitys plattform och nätverk, utfört av det amerikanska cybersäkerhetsföretaget HackerOne, så har Bolaget lanserat plattformen Security-as-a-Service, samt dess decentraliserade P2P-nätverk (lagringsnätverk). Plattformen möjliggör för användaren att på ett integritetsskyddat sätt, lagra filer av olika format och storlekar, på ett decentraliserat lagringsnätverk. Bolagets lagringsstruktur baseras i och med detta, inte på en *single point of failure*-struktur, där all data lagras på ett och samma ställe, utan istället fördelat på flertalet oberoende platser. Totalt har JS Security ett 30-tal testkunder samt ett mindre antal betalande kunder som använder Bolagets system i skarp miljö, med ambitionen att vinna nya abonnemangskunder, samt stärka Bolagets varumärke och etablera en grund som möjliggör successivt stigande återkommande intäkter (ARR). Under år 2022 förväntas försäljningen i termer av absoluta tal börja visa effekt och med bra momentum är chansen god att Bolagets TO1 är *in the money*, vilket kan ge ett kapitaltillskott om högst 11 MSEK under Q2-22. I ett sådant läge med, en påfylld kassa, anser Analyst Group att det finns goda möjligheter för JS Security att sondera marknaden efter ytterligare förvärv att komplettera Bolagets verksamhet med, i enlighet med dess uttalade strategi

## Sammanfattning av prognos och värdering

**17,5 MSEK**  
OMSÄTTNING  
2023E

I ett Base scenario estimeras försäljning ta fart från år 2022 för att under år 2023 uppgå till ca 17,5 MSEK. Något som kommer vara avgörande för den estimerade försäljningstillväxten är hur pass snabbt JS Security kan vinna över nya abonnemangskunder till plattformen. Baserat på en målmultipel om P/S 4,3x på 2023 års försäljning, och en diskonteringsränta om 12 %, erhålls i ett Base scenario ett fundamentalt nuvärde per aktie om 9,5 kr.

## Det kommer finnas utmaningar på vägen

JS Security är en relativt ny aktör och måste dels bevisa det mervärde som Bolagets produkt kan skapa för kunderna jämfört med befintliga lösningar, dels att en tillräckligt attraktiv prismodell kan erbjudas. Även om Bolaget är framgångsrika i det arbetet ska det påpekas att det, trots detta, kan finnas en inneboende trögörslighet bland kunderna att ändå "orka" byta till en ny lösning. En annan utmaning är att JS Security kommer att behöva skala upp sin organisation vad gäller antalet medarbetare, där det är viktigt att Bolaget lyckas etablera en attraktiv företagskultur, såväl som att bibehålla nyckelkompetensen. Inom de närmaste två till tre månaderna behöver dessutom JS Security utvecklas med tillräckligt bra momentum för att TO1 ska vara *in the money* under Q2-22.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

# FINANSIELL PROGNOSE

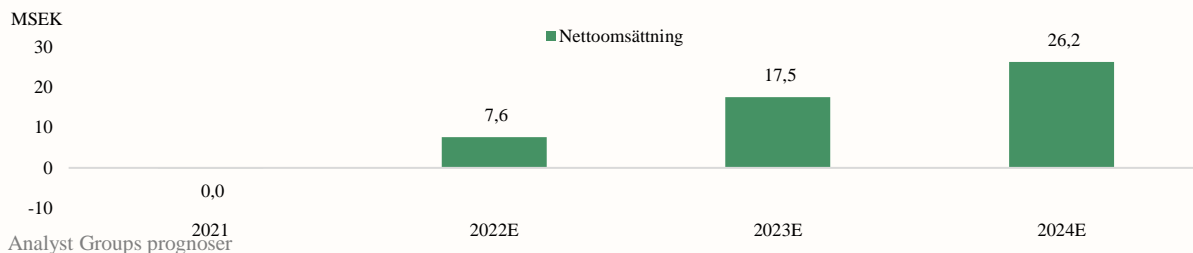
## Omsättningsprognos åren 2022-2024

JS Security erbjuder sin produkt inom B2B och riktar sig mot alla typer av företag och myndigheter som sitter på känslig data, där dock det initiala fokuset är mot verksamheter inom fastighet, juridik, sjukvård, revision och finans. Plattformen erbjuds som en SaaS-modell, där kunder betalar månadsvis för användande av Bolagets datalagringslösning. Utöver månatligt återkommande intäkter erhåller även JS Security en engångsintäkt i samband med uppstartsarbetet, baserad på bl.a. vilken grad av säkerhet och omfattning kunden behöver. JS Security har idag fem kunder och pågående dialoger med 19 större aktörer och 4 mindre aktörer som är intresserade av Bolagets plattform. Vi räknar med en gradvis ökning av antalet kunder, där kundbasen växer från ca 350 anslutna företag vid utgången av år 2022 till ca 670 vid utgången av år 2024, motsvarande en årlig genomsnittlig tillväxt (CAGR) om 38 %. Detta inkluderar då även ett antagande om en *churn* om ca 12 % på årsbasis. Själva prissättningen av plattformen är inte kommunicerad men enligt Bolaget utgår priset från t.ex. storlek på lagring, antal användare, serverplatser m.m. I våra modeller utgår vi från att en typisk kund är ett företag med 15-30 anställda vilket för JS Security antas kunna generera en intäkt omkring 3 000 - 5 000 kr/månad och kund, beroende på antal användare och hur många licenser varje företag köper. I vår finansiella modell har vi jämfört med prissättningen bland andra befintliga lagrings- och fildelningstjänster. Baserat på detta appliceras ett genomsnittligt pris om 4 000 kr/månad och kund samt en uppstartskostnad motsvarande en (1) månadskostnad. Utifrån estimerad kundtillväxt, och applicerade prisnivåer, prognostiseras försäljningstillväxten ta fart från år 2022 och växa med i genomsnitt 86 % årligen, för att tills år 2024 uppgå till ca 26 MSEK.

**+385**  
**ANSLUTNA**  
**KUNDER TILL**  
**SECURITY-AS-A-**  
**SERVICE**  
**2024E**

JS Security förväntas kunna skala upp antalet anslutna kunder under kommande år.

Prognostiserad nettoomsättning

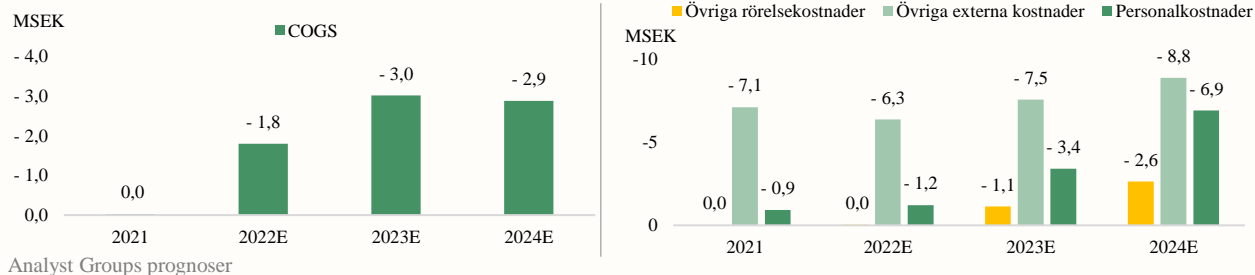


## Brutto- och rörelsekostnader åren 2022-2024

Själva plattformen ger inte upphov till några direkt kostnader för JS Security men för att kunna erbjuda tjänsten till kunder måste Bolaget betala serverkostnader för den faktiska lagringen. I takt med att antalet anslutna kunder stiger så kommer serverkostnaden per kund att minska, vilket i sig bidrar till att stärka JS Securitys totala bruttomarginal, vilken vi vid ca 670 kunder under år 2024 estimerar kan uppgå till ~90 %. Utöver serverkostnader räknar vi med att personal kommer utgöra en större andel av Bolagets fasta kostnaderna, där vi antar en kombination av både heltidsanställda och konsulter. Vi ser detta som en nödvändighet för att JS Security initialt ska kunna skala upp sin försäljning, varpå Bolaget därefter troligen kommer att behöva fortsätta att kontinuerligt rekrytera kompetenser inom främst utveckling samt försäljning. I takt med att antal användare av plattformen växer kan det även tänkas att det kommer behövas utökade *Back Office*-funktioner (kundservice m.m.) och andra administrativa funktioner. Detta, tillsammans med övriga externa kostnader hänförliga till exempelvis digital marknadsföring, förväntas utgöra större delen av Bolagets totala rörelsekostnader. Eftersom omsättning prognostiseras stiga snabbare än kostnaderna, estimerar vi att JS Security tills år 2024 kan uppnå en helårsmarginal (EBITDA) om nära 20 % i ett Base scenario.

**SERVER-**  
**KOSTNADER**  
**OGH**  
**PERSONAL**

Personal förväntas utgöra en större andel av Bolagets totala kostnadsbas.



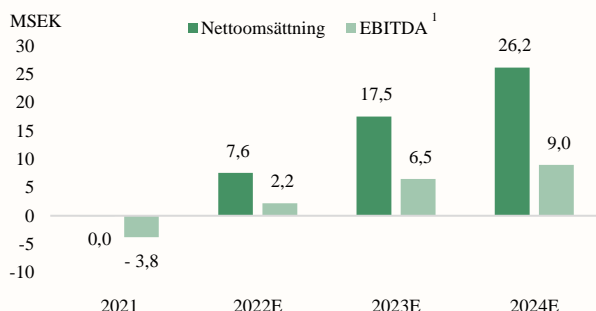
Analyst Groups prognoser

# VÄRDERING

Följande är en sammanställning av Analyst Groups estimat för JS Security.

Finansiell prognos, Base scenario

Base scenario, MSEK	2021E	2022E	2023E	2024E
Totala intäkter <sup>1</sup>	4,2	11,6	21,5	30,2
COGS	0,0	-1,8	-3,0	-2,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>4,2</b>	<b>9,8</b>	<b>18,5</b>	<b>27,3</b>
Bruttomarginal (adj.) <sup>2</sup>	n.a	76,3%	82,8%	89,0%
Övriga externa kostnader	-7,1	-6,3	-7,5	-8,8
Personalkostnader	-0,9	-1,2	-3,4	-6,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,1	-2,6
<b>EBITDA</b>	<b>-3,8</b>	<b>2,2</b>	<b>6,5</b>	<b>9,0</b>
EBITDA-marginal (adj.) <sup>2</sup>	n.a	neg.	14,1%	19,0%



Analyst Groups prognoser <sup>1</sup>Inkl. aktiverat arbete <sup>2</sup>Exkl. aktiverat arbete

## Värdering: Base scenario

Under år 2022 räknar vi med att JS Securitys huvudfokus kommer vara att stärka organisationen för att skapa rätt förutsättningar för en lönsam tillväxtresa, samt arbeta för att realisera synergieffekter med Stonebeach. År 2023 förväntas vara det första helåret där Bolaget visar lönsamhet, vilket därmed, på månadsbasis, skulle kunna ske under senare delen av år 2022. Värderingen av JS Security utgår från försäljningen, där en P/S-multipel appliceras. Generellt kan det sägas att P/S-multiplar för Techbolag i tidig fas är höga, till följd av en initialt låg eller obefintlig omsättning. I takt med en ökad försäljning tenderar dock multiplar att normaliseras i linje med att bolaget når en större marknadsandel och högre mognadsgrad. För JS Security appliceras en målmultipel om P/S 4,3x på 2023 års försäljning om 17,5 MSEK. Om JS Security är framgångsrika i sin expansion kommande åren, borde det resultera i en försäljnings- och resultatmässig effekt tills åren 2023/2024, vilket då skulle ses som ett bevis på att Bolaget dels har ett attraktivt kunderbjudande, dels förmågan att nå ut brett i marknaden. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilket reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, erhålls olika värderingsnivåer. Vi tillämpar en diskonteringsränta om 12 %, vilket utifrån ett bolagsvärde år 2023 omkring 75 MSEK resulterar i ett nuvärde per aktie om 9,5 kr idag i ett Base scenario.

**9,5 KR**  
PER AKTIE I  
ETT BASE  
SCENARIO

### Bull scenario

Följande är ett urval av potentiella värde drivare i ett Bull scenario:

- JS Security är framgångsrika i att bygga upp en större organisation inom de närmaste tolv månaderna, samt att nyckelkompetenser kan bibehållas.
- Marknadsföringskampanjer ger resultat och Bolaget får ett starkare varumärke, vilket även bidrar till att öka kundtillväxten ytterligare. Det kan även tänkas att ramavtal ingås med statliga organ, vilket skulle ses som en stark validering av plattformen.
- Ökad försäljning och bra momentum gör att TO1 under maj år 2022 är *in the money*, där kapitaltillskottet kan öronmärkas för fortsatt tillväxt. Med bra momentum borde även dörrar öppnas för strategiska förvärv, där t.ex. aktien kan utgöra ett bra betalmedel.

Givet en diskonteringsränta om 12 % och en målmultipel om P/S 4,8x på 2023 års försäljning om 21 MSEK i ett Bull scenario, ger det ett nuvärde per aktie om 12,9 kr. Det ska noteras att prognoserna sträcker över flera år, vilket innebär att flera händelser fortfarande ska inträffa.<sup>3</sup>

### Bear scenario

Följande är ett urval av potentiella faktorer i ett Bear scenario:

- Svårigheter att rekrytera rätt kompetenser, samt att behålla redan rekryterad nyckelpersonal, kan göra att JS Securitys tillväxtresa försenas.
- Kunder med befintliga lösningar måste inse värdet av att byta till en decentraliserad lösning, vilket, som dessutom ny aktör på marknaden, kan komma att innebära en utmaning för JS Security. Faktorer som tillit, mervärde och prisskillnader kan bli avgörande faktorer.
- Svårigheter med detta kan göra att expansionen drar ut på tiden, där en lägre tillväxt kan sätta press på aktien, med risk för att TO1 inte är *in the money*, och därmed gör att annan extern kapitalanskaffning blir nödvändig.

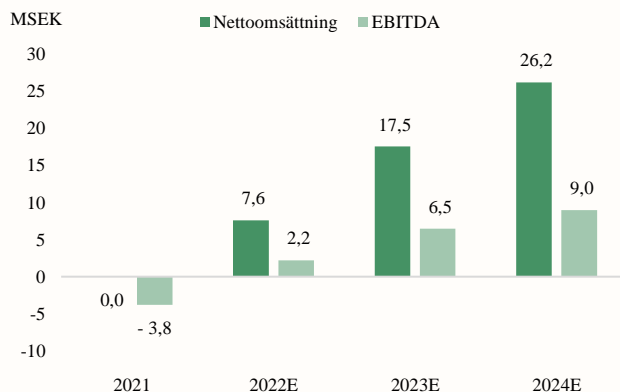
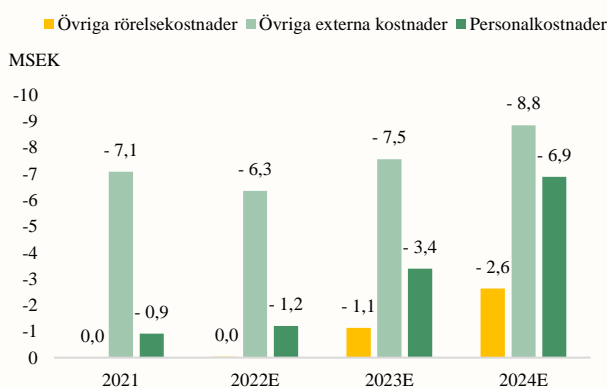
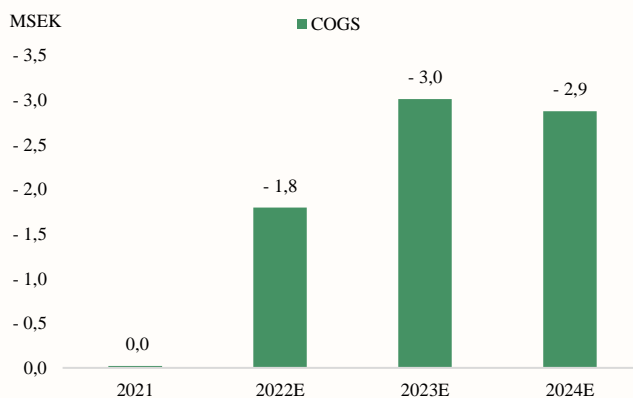
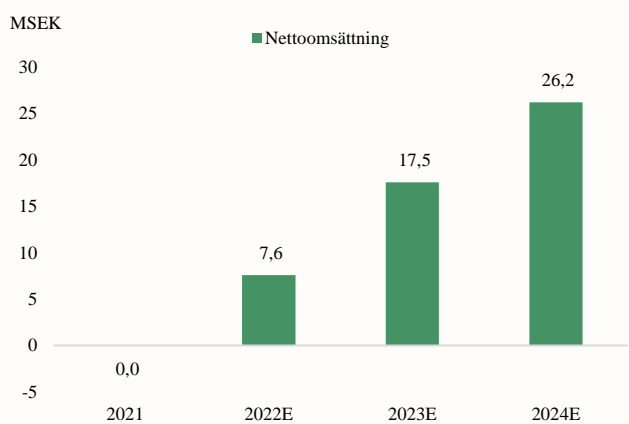
I ett Bear scenario motiveras en lägre värdering av aktien och givet gjorda prognoser och tillämpad målmultipel om P/S 3,8x samt en diskonteringsränta om 12 % motiveras ett nuvärde per aktie om 4,1 kr i ett Bear scenario.<sup>3</sup>

<sup>3</sup>Se Appendix sida 9 för gjorda prognos i Bull- respektive Bear scenario.

# APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	7,6	17,5	26,2
Aktiverat arbete för egen räkning	1,5	4,2	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>11,6</b>	<b>21,5</b>	<b>30,2</b>
COGS	0,0	0,0	-1,8	-3,0	-2,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>9,8</b>	<b>18,5</b>	<b>27,3</b>
Bruttomarginal (adj.)	n.a	n.a	76%	83%	89,0%
Övriga externa kostnader	-2,1	-7,1	-6,3	-7,5	-8,8
Personalkostnader	0,0	-0,9	-1,2	-3,4	-6,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-1,1	-2,6
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>2,2</b>	<b>6,5</b>	<b>9,0</b>
EBITDA-marginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	14%	19%
Avskrivningar	0,0	-0,6	-0,6	-0,9	-1,0
<b>EBIT</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,5</b>	<b>5,6</b>	<b>7,9</b>
EBIT-marginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	9%	15%
Finansnetto	0,0	0,0	-0,2	-0,7	-0,8
<b>EBT</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,4</b>	<b>4,9</b>	<b>7,1</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,4</b>	<b>4,9</b>	<b>7,1</b>
Nettomarginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	5%	12%

Nyckeltal	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/S	n.a	n.a	4,9	2,1	1,4
EV/S	n.a	n.a	4,9	2,1	1,4
EV/EBITDA	neg.	neg.	17,0	5,8	4,2
EV/EBIT	neg.	neg.	24,1	6,7	4,7
P/E	neg.	neg.	26,7	7,6	5,2





## APPENDIX

Bull scenario (MSEK)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	9,0	21,3	32,4
Aktiverat arbete för egen räkning	1,5	4,2	4,0	4,0	4,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>13,0</b>	<b>25,3</b>	<b>36,4</b>
COGS	0,0	0,0	-1,9	-2,4	-2,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>11,1</b>	<b>22,9</b>	<b>33,8</b>
Bruttomarginal (adj.)	n.a	n.a	79%	89%	92%
Övriga externa kostnader	-2,1	-7,1	-7,5	-9,0	-11,0
Personalkostnader	0,0	-0,9	-1,5	-4,5	-8,9
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	0,0	-1,3	-3,2
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>2,0</b>	<b>8,0</b>	<b>10,7</b>
EBITDA-marginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	19%	21%
Avskrivningar	0,0	-0,6	-0,8	-1,1	-1,3
<b>EBIT</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,2</b>	<b>6,9</b>	<b>9,4</b>
EBIT-marginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	14%	17%
Finansnetto	0,0	0,0	-0,2	-0,9	-1,0
<b>EBT</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,1</b>	<b>6,1</b>	<b>8,5</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,1</b>	<b>6,1</b>	<b>8,5</b>
Nettomarginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	10%	14%
Nyckeltal					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/S	n.a	n.a	4,2	1,8	1,2
EV/S	n.a	n.a	4,2	1,8	1,1
EV/EBITDA	neg.	neg.	18,6	4,7	3,5
EV/EBIT	neg.	neg.	30,1	5,4	4,0
P/E	neg.	neg.	35,2	6,1	4,4
Bear scenario (MSEK)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	0,0	3,7	8,5	14,8
Aktiverat arbete för egen räkning	1,5	4,2	4,0	3,0	3,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>7,7</b>	<b>11,5</b>	<b>17,8</b>
COGS	0,0	0,0	-1,6	-3,9	-3,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>1,5</b>	<b>4,2</b>	<b>6,1</b>	<b>7,6</b>	<b>14,2</b>
Bruttomarginal (adj.)	n.a	n.a	57%	54%	76%
Övriga externa kostnader	-2,1	-7,1	-2,0	-2,6	-3,5
Personalkostnader	0,0	-0,9	-2,2	-3,7	-5,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,5	-1,0	-1,8
<b>EBITDA</b>	<b>-0,7</b>	<b>-3,8</b>	<b>1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>3,4</b>
EBITDA-marginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	neg.	3%
Avskrivningar	0,0	-0,6	-0,3	-0,4	-0,6
<b>EBIT</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,1</b>	<b>-0,2</b>	<b>2,9</b>
EBIT-marginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	neg.	neg.
Finansnetto	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4
<b>EBT</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,4</b>
Skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettoresultat</b>	<b>-0,7</b>	<b>-4,4</b>	<b>1,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,4</b>
Nettomarginal (adj.)	n.a	n.a	neg.	neg.	neg.
Nyckeltal					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/S	n.a	n.a	10,2	4,4	2,5
EV/S	n.a	n.a	10,2	4,4	2,5
EV/EBITDA	neg.	neg.	26,6	164,8	10,8
EV/EBIT	neg.	neg.	34,3	neg.	13,1
P/E	neg.	neg.	36,8	neg.	15,5

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

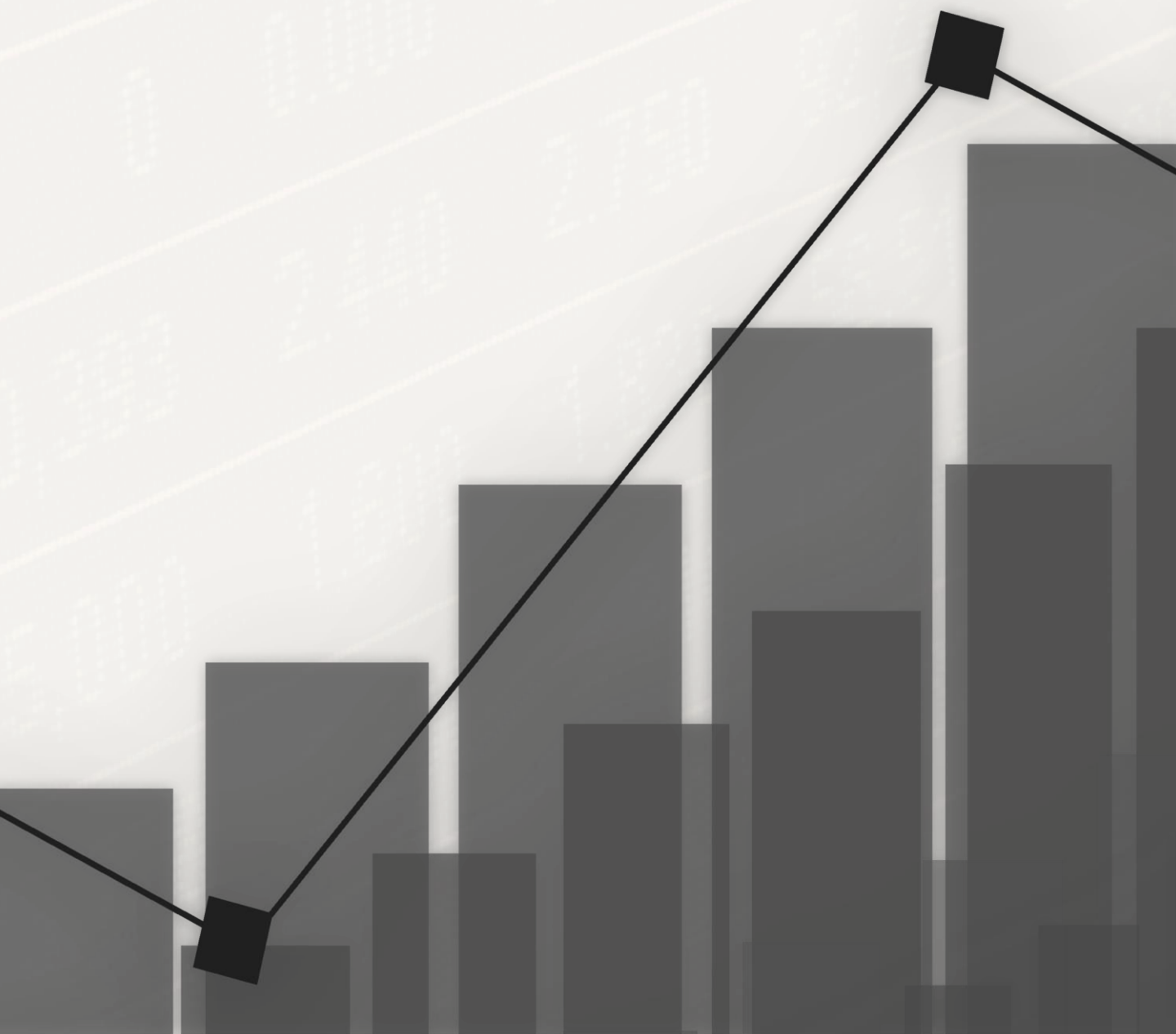
## Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **JS Security Technologies Group AB (publ)** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund