

Cyber Security 1

Mangold Insight - Update - 2022-11-30

Dubbelt förvärv färdigställt

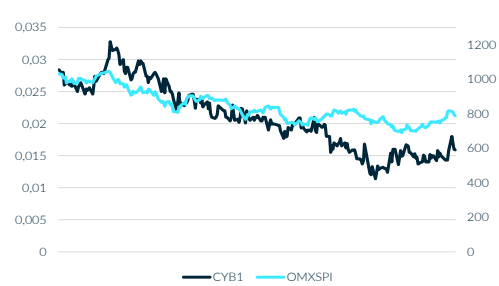
Mangold uppdaterar cybersäkerhetsbolaget Cyber Security 1 ("CYBER1") efter tredje kvartalet. CYBER1:s intäkter ökade till 11,3 (8,2) miljoner euro jämfört med samma period ifjol, motsvarar en tillväxttakt om 37,3 procent. Intäkterna var 2,7 procent lägre än prognos för kvartalet vilket medför att Mangold bibehåller tillväxtprognosen för det fjärde kvartalet.

EBITDA-lönsamma förvärv

CYBER1 förvärvade resterande 25 procent av CSSA och 50 procent av CSAD i slutet av september vilket innebär att CYBER1 äger båda bolagen till 100 procent. Köpeskillingen uppgick till 2,172 miljoner euro och omsatte tillsammans 11,4 miljoner euro under 2021 samt vara EBITDA-lönsamma. Mangold ser positivt på förvärven då de väntas bidra med tillväxt och var lönsamhetshöjande för CYBER1. Det medför att bolaget förväntas vara EBITDA-lönsamt redan 2023.

Modellen visar uppsida

Mangold upprepar riktkursen 0,040 euro per aktie. Det motsvarar en uppsida om över 150 procent. Bibehållen rikt Kurs motiveras av att det tredje kvartalet följde tidigare prognos. Mangold bedömer fortsatt att CYBER1 kommer bli EBITDA-lönsamt under 2023 samt växa i hög takt framgent. Det drivs av genomförda förvärv, underliggande marknadsefterfrågan och expansionen av affärsområdet Managed Services.



Kursutveckling %	1m	3m	12m
CYB1	4,0	11,4	-40,0
OMXSPI	6,9	4,9	-19,0

Information

Rek/Rikt Kurs (eur)	Köp 0,040
Risk	Medel
Kurs (eur)	0,0156
Börsvärde (Meur)	15,9
Antal aktier (Miljoner)	1 021,3
Free float	90,0%
Ticker	CYB1
Nästa rapport	2023-02-20
Hemsida	cyber1.com
Analytiker	Pontus Ericsson

Ägarstruktur	Aktier (M)	Kapital
Abn Amro Sweden	211,6	20,7%
Saxo Bank Client A.	200,7	19,7%
SIX SIS AG	99,6	9,8%
Robert Brown	94,4	9,2%
Morgan Stanley	64,4	6,3%
Cs (ch) Client	59,4	5,8%
Ibkr Financial Services	33,7	3,3%
UBS Switzerland	31,1	3,0%
Totalt	1 021,3	100%

Nyckeltal	2021	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning (Meur)	37,2	45,0	55,8	66,4	74,7
EBIT (Meur)	0,5	-3,3	-0,1	2,0	3,2
Vinst före skatt (Meur)	4,3	-3,3	-0,2	1,9	3,1
EPS (eur)	0,004	-0,003	0,000	0,001	0,002
EV/S	0,4	0,4	0,3	0,2	0,2
EV/EBITDA	18,5	neg	20,1	5,4	3,9
EV/EBIT	29,9	neg	neg	7,8	5,0
P/E	3,7	neg	neg	10,4	6,5

*Extraordinär post till följd av rekonstruktion inkluderat

Investment case

Ett undervärderat försvar

Mangold uppdaterar CYBER1 och upprepar Köp med en riktkurs om 0,040 euro per aktie på 12 månaders sikt. Det motsvarar en uppsida om över 150 procent. Mangold bedömer att CYBER1 har goda möjligheter att fortsätta växa i hög takt baserat på de två genomförda förvärven, dess historik av tillväxt, samt den starkt underliggande marknadsefterfrågan inom cybersäkerhet.

Riktkurs 0,040 euro per aktie

Breddat tjänsteutbud

CYBER1 erbjuder ett brett spektrum av mjukvarulösningar och tjänster relaterade till cybersäkerhet. Bolaget har licensrättigheter att sälja mjukvarulösningar från ett stort antal leverantörer inom cybersäkerhet vilket ger dem möjlighet att erbjuda ett starkt skydd. Bolaget använder även professionella tjänster för att identifiera brister, agerar rådgivare gällande lösningar och ser till att rätt processer är på plats vid ett eventuellt dataintrång. Det nya affärsområdet Managed services ger kunderna en chans att försvara sig mot cyberangrepp genom att CYBER1 övervakar säkerhet i realtid på distans. Mangold anser att det breda utbudet av olika produkter och tjänster ger CYBER1 möjligheten att öka sin försäljning och upprätthålla goda marginaler framgent.

Heltäckade skydd mot cyberangrepp

Framåt för cybersäkerhetsmarknaden

Den globala marknaden för cybersäkerhet väntas växa från 177 till 403 miljarder dollar mellan 2020 och 2027, motsvarande en tillväxt om 12,5 procent årligen (CAGR) enligt marknadsundersökningsbolaget Brand Essence Research. Digitaliseringen sker på en global skala och kostnader relaterade till cyber-brott väntas nå 10,5 miljarder dollar 2025 enligt cybersäkerhetsmagasinet Cybersecurity Ventures. Mangold bedömer att CYBER1 gynnas av marknadstrenden och kan öka sin försäljning baserat på den underliggande efterfrågan.

Cybersäkerhetsmarknaden växer med 12,5 procent CAGR

Lyckad rekonstruktion

Mangold bedömer att CYBER1 är ett oupptäckt bolag och undervärderat. Bolaget har genererat ett rörelseresultat på 530 tusen euro under 2021, medan de genomgått en rekonstruktion under året och skrivit av skulder. De har även lyckats erhålla en tillväxt om 36 procent samtidigt som kostnaderna har sänkts markant i relation till försäljningen. Under 2022 har de slutfört förvärv av bolagen CSSA och CSAD vilket förstärker deras position i Afrika. Mangold bedömer sammantaget att det finns uppsida att hämta i CYBER1-aktien.

Uppsida att hämta i CYBER1:s aktie

Cyber Security 1 – Update & Prognos

Ökade intäkter

CYBER1:s intäkter uppgick till 11,3 (8,2) miljoner euro under det tredje kvartalet, jämfört med samma period ifjol. Det motsvarar en tillväxttakt om 37,3 procent. I den afrikanska delen av verksamheten har flera stora affärer tagit längre tid för avslut än väntat, där CYBER1 hoppas komma till avslut under det fjärde kvartalet 2022. Intäkter från förnyade avtal uppgick till 43 procent av totala intäkterna. De operativa kostnaderna ökade med 36 procent till 894 000 euro under kvartalet vilket är något lägre än intäktsökningen.

37,3 procent högre intäkter än samma period föregående år

CYBER1 - UTFALL Q3

(Teur)	Q3 21	Q3 22	9M 21	9M 22
Intäkter	9 372	11 325	25 413	30 442
Tillväxt		21%		20%
Bruttomarginal	28,6%	18,6%	27,4%	19,1%
Personalkostnader	1 723	2 201	4 345	6 109
Övriga kostnader	664	1 031	1 957	2 259
EBIT-marginal	2,2%	-11,1%	1,8%	-9,8%

Källa: Mangold Insight

Kostnadsutveckling

Bruttomarginalen blev lägre än prognos för helåret 2022 drivet av högre kostnader relaterat till inflation, operativa kostnader samt konkurrens. Mangold bedömer dock att bruttomarginalen kommer tillbaka till tidigare nivåer om 27 procent 2024 drivet av en större andel intäkter från Managed Services. Affärsområdet förväntas ha högre marginaler jämfört med Software Distribution. Bruttomarginalsprognosen sänkts från 22,0 till 19,1 procent för helåret 2022, vilket är detsamma som under de första 9 månaderna 2022. Personalkostnaderna var något högre än prognos vilket gör att Mangold justerar upp kostnaderna framgent. Parallellt var övriga kostnader något lägre än väntat vilket gör att vi justerar ner prognosen framgent.

Högre personalkostnader, lägre övriga kostnader än väntat

Bibehållen tillväxtprognos

Intäkterna under det tredje kvartalet var 2,7 procent lägre än prognos. Mangold bedömer fortsatt att CYBER1 kommer avsluta året starkt med en bibehållen kvartalstillväxt om 25 procent. Intäktsökningen baseras på att de slutliga förvärven av CSAD och CSSA kommer inkluderas i räkenskaperna, flertalet avslut i stora affärer väntas under kvartalet samt att det fjärde kvartalet historiskt varit ett starkt kvartal för CYBER1.

Bibehållen tillväxtprognos för det fjärde kvartalet

CYBER1 - TILLVÄXTPROGNOSE

(Teur)	Q1	Q2	Q3	Q4P	FY22P
Tidigare försäljningsprognos	9 633	9 872	11 649	14 561	45 715
Tidigare tillväxtprognos		2,5%	18%	25%	
Försäljning (ny prognos)	9 633	9 872	11 325	14 156	44 986
Kvartalstillväxt		2,5%	15%	25%	

Källa: Mangold Insight

Cyber Security 1 – Update forts.

Slutliga förvärv genomförda

CYBER1 har förvärvat resterande 50 procent av CSAD samt resterande 25 procent av CSSA. Köpeskillingen för de genomförda förvärven uppgår totalt till 2,172 miljoner euro vilket betalas kontant. Cirka 1,25 miljoner euro betalades den 10 oktober och resterande del betalas ut fram till och med den 28 februari 2023. Under 2021 genererade bolagen intäkter om 11,4 miljoner euro och Mangold ser positivt på förvärven då det stärker CYBER1:s position på cybersäkerhetsmarknaden. Båda dotterbolagen var EBITDA-lönsamma vilket väntas förbättra lönsamheten i CYBER1 framgent.

Dubbelt förvärv genomfört

Uppgraderad av Palo Alto

Cybersäkerhetsbolaget Palo Alto Networks har utsett CYBER1 till en NextWave Diamond Innovator. Det innebär att CYBER1 har levt upp till de krav som finns på prestation, förmåga och bolagskraven som finns för att vara med i Palo Alto Networks NextWave Channel Partner Program. Mangold ser utnämningen som ett tecken på CYBER1:s förmåga att leverera stark cybersäkerhet för deras kunder.

Uppgradering visar på CYBER1:s förmåga

Tillförs ytterligare rörelsekapital

CYBER1 säkrade ytterligare kapital genom ett lån om 1,5 miljoner euro av befintliga aktieägare. Hälften från SVE Group BV, ett bolag som är tätt kopplat med aktieägare Sjan Van Ettehoven samt Marlo Finance B. V. Lånet löper till den 30 september 2024 och kan antingen betalas kontant eller genom riktad emission av aktier i CYBER1. Teckningskursen för utställarna av lånet är 85 procent av den genomsnittliga volymviktade aktiekursen under 30 dagar innan varje räntekapitaliseringsdatum. Utställarna av lånet kan påkalla 25 procent av lånesumman till en aktiekurs om 0,05 euro per aktie när som helst under perioden.

Ytterligare 1,5 miljoner euro i finansiering säkrat

Återförsäljarverksamhet rebrandas

CYBER1 har valt att "rebranda" sin återförsäljarverksamhet till CYBER1 Solutions. Syftet är att samla alla dotterbolag under ett sammanhängande varumärke. CYBER1:s äldsta dotterbolag DRS, grundades 1997 och förvärvades 2015. ProTec som är en av de ledande Kenyanska nätverkssäkerhetsbolagen samt Cognosec Dubai är de bolag som kommer ingå i det nya varumärket. Syftet är att belysa bolagets åtagande till geografiskt gränsöverskridande samarbete och minska förvirring när tjänster levereras internationellt från en specifik region.

Rebrandas till CYBER1 Solutions

Cyber Security 1 – Update forts.

Utveckling inom CYBER1:s dotterbolag

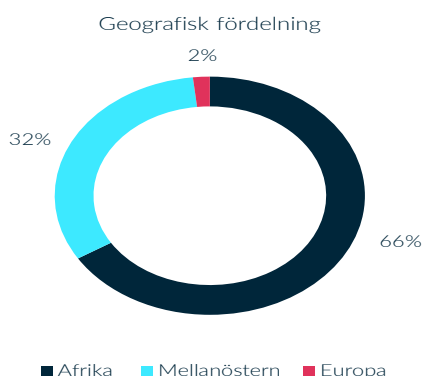
Inom CYBER1:s olika dotterbolag har utveckling varit olika och det är även det första kvartalet som CSSA är med i räkenskaperna. Nedan följer en översikt av resultatet inom de olika dotterbolagen och geografisk fördelning:

Första kvartalet med CSSA i räkenskaperna

CYBER1 - UTFALL DOTTERBOLAG H1

Dotterbolag	CYBER1 Solutions	CYBER1 Solutions	Credence Security	Credence Security	CSSA	CSAD
Region	Södra Afrika	Kenya	Mellanöstern & Indien	Sydafrika	Sydafrika	Afrika
(Teur)	Q3 22	Q3 22	Q3 22	Q3 22	Q3 22	Q3 22
Intäkter	4 006	460	2 507	138	1 058	2 036
Bruttomarginal	24,8%	33,9%	9,6%	26,0%	20,0%	21,5%
EBITDA	-777	24	-532	-15	26	84

Källa: Mangold Insight



Källa: Mangold Insight, CYBER1

Utvecklingen i CYBER1 Solutions

CYBER1 Solutions Southern Africa (tidigare DRS) fortsätter att arbeta med finansiella institutioner, offentlig sektor samt kritisk infrastruktur. Bolaget omsatte 4 miljoner euro under kvartalet vilket är en minskning med 14 procent jämfört med samma period ifjol. En ny signifikant affär samt en större förnyelse av avtal har blivit försenat och förväntas komma till avslut under det fjärde kvartalet. Under kvartalet har en sju-siffrig avtalsförnyelse med en afrikansk bank gjorts och affärer med ett multinationellt försäkringsbolag. Efter kvartalets slut anställdes Jayson O'Reilly som ny vd för dotterbolaget. Han har över 24 års erfarenhet av seniora försäljningsroller inom cybersäkerhet. Mangold ser positivt på rekryteringen då hans erfarenhet kan leda till utökad försäljning framgent.

14 procent lägre intäkter jämfört med samma period ifjol

Ny vd för dotterbolaget

CYBER1 Solutions Kenya (tidigare Protec) uppgick intäkter till cirka 460 000 euro, en minskning med 10,8 procent jämfört med samma kvartal föregående år. Bolaget uppger att de har en stark pipeline för det fjärde kvartalet vilket gör att Mangold bedömer att intäkterna inom dotterbolaget kommer öka under det fjärde kvartalet. Dotterbolagets främsta kundgrupper är banker, fintech- och försäkringsbolag. De siktar på att utöka försäljningen inom managed services samt att expandera in i Uganda.

Stark pipeline för det fjärde kvartalet

Cyber Security 1 – Update forts.

Credence Security

Credence Security Middle East and India:s intäkter uppgick till 2,5 miljoner euro under det tredje kvartalet 2022. 69 procent av intäkterna utgjordes av försäljning till nya bolag varav 31 procent från förnyade avtal. Även inom Credence Security har flertalet större potentiella affärer glidit över till det fjärde kvartalet. Historiskt har kvartal fyra varit det starkaste för dotterbolaget vilket bådär positivt förhelåret 2022. Bolaget har deltagit i flertalet evenemang under kvartalet vilket inkluderar International Police Expo i New Delhi.

Credence Security Southern Africa genererade intäkter om 137 000 euro där 23 procent utgjordes av nyförsäljning och resterande av tidigare kunder.

2,5 miljoner euro i intäkter under kvartalet

CSSA

Under kvartalet uppgick intäkterna till cirka 1,1 miljoner euro. Bolaget genererade ett EBITDA om cirka 26 000 euro. 97 procent av försäljningen utgjordes av nya kundavtal medan 3 procent bestod av förnyade avtal. Bolaget hade den största mängden av avtal någonsin. Därutöver fick CSSA ytterligare teknisk certifiering i CyberArk vilket ska stärka den generella kompetensen i bolaget.

Största mängden avtal någonsin

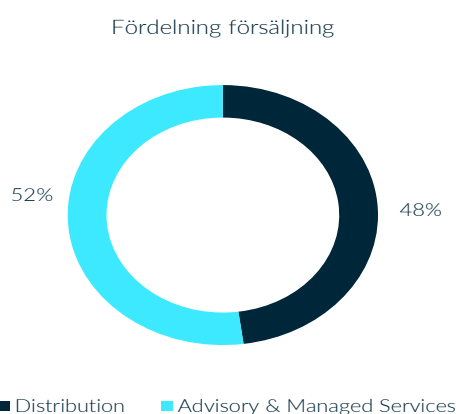
CSAD

Intäkterna uppgick till cirka 2 miljoner euro under kvartalet med ett EBITDA om cirka 84 000 euro. Bolaget anställde tre CyberArk-ingenjörer vilket ska förstärka bolagets erbjudande. Mangold bedömer att integreringen av de två EBITDA-lönsamma verksamheterna kommer bidra till förbättrad lönsamhet och ökade tillväxt för CYBER1 framgent.

EBITDA om 84 000 euro

Fördelning affärsområden

Nedan visas fördelningen mellan de två affärsområdena Distribution och Advisory & Managed Services.



Källa: Mangold Insight

Cyber Security 1 – Värdering

Undervärderad aktie

Mangold använder en DCF-modell för att värdera CYBER1. Givet att motiverat värde enbart minskat till 0,039 (0,040) euro per aktie väljer Mangold att bibehålla riktkursen 0,040 euro per aktie. Mangold ser fortsatt att CYBER1 är undervärderat sett till förväntade kassaflöden. Det bör tilläggas att CYBER1 handlas på en EV/sales-multipel om 0,4 på 2022 års prognos vilket vi anser är lågt.

Rikt Kurs 0,040 euro

CYBER1 - DCF

(Teur)	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
EBIT	-3 270	-110	2 041	3 162	4 330	5 679
Fritt kassaflöde	-6 956	3 236	1 879	3 340	4 278	5 386
Terminalvärde						59 840

Antaganden	Avk. krav	Tillväxt	Skatt
	12%	3%	21%

Motiverat Värde

Enterprise value	39 544
Equity value	39 654

Motiverat värde per aktie (eur) 0,039

Källa: Mangold Insight

Känslighetsanalys

Mangold har genomfört en känslighetsanalys för att testa modellens utfall givet olika försäljningsnivåer och avkastningskrav. Om CYBER1 uppnår 80 procent av den prognostiserade försäljningen sjunker motiverat värde till 0,031 euro per aktie. Om försäljningen ökar med 20 procent stiger motiverat värde till 0,048 euro per aktie. Förändringar i avkastningskrav påverkar rikt kursen mer än förändring i försäljning. Sammanfattningsvis visar modellen ett intervall mellan 0,023 euro och 0,066 euro per aktie. Modellen visar uppsida oavsett försäljnings- och avkastningskravsnivå vilket indikerar att bolaget är undervärderat.

Värderingsintervall mellan 0,023 och 0,066 euro per aktie

CYBER1 - KÄNSLIGHETSANALYS

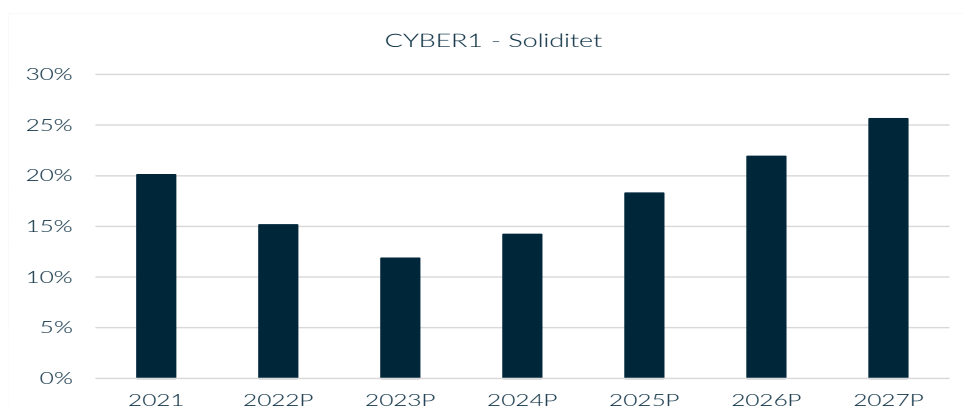
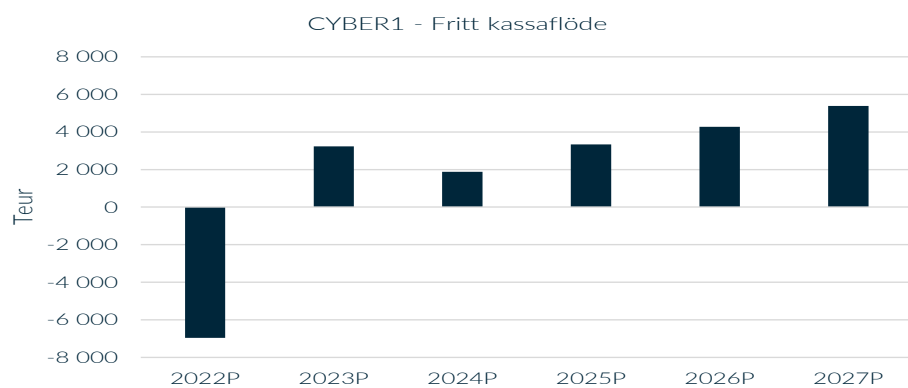
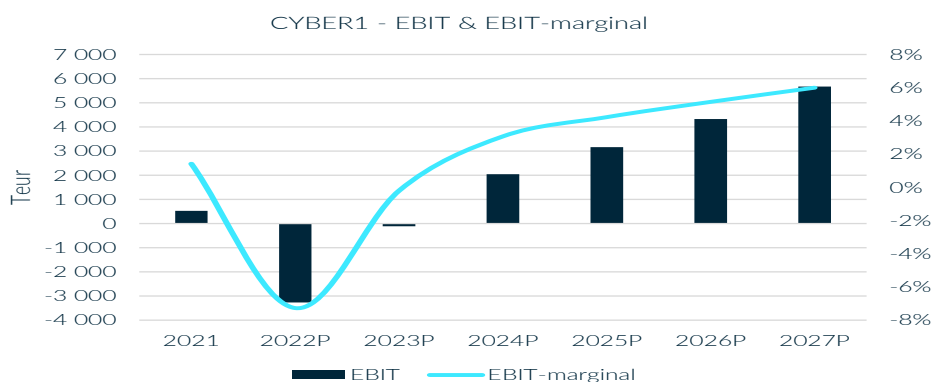
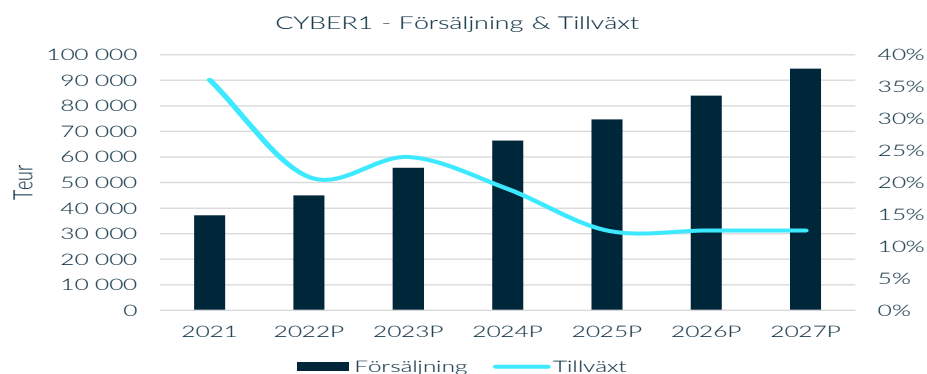
Avk krav %	0,8x	Basförsäljning(x)	1,2x
10	0,042	0,053	0,066
12	0,031	0,039	0,048
14	0,023	0,031	0,037

Källa: Mangold Insight

Cyber Security 1 – SWOT



Cyber Security 1 – Appendix



Cyber Security 1 – Resultat & balansräkning

Resultaträkning (Teur)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Nettoomsättning	37 221	44 986	55 783	66 382	74 680	84 015	94 516
Kostnad för försäljning	-27 127	-36 394	-41 782	-48 392	-54 442	-61 247	-68 903
Bruttovinst	10 094	8 592	14 002	17 990	20 238	22 768	25 614
Bruttomarginal	27%	19%	25%	27%	27%	27%	27%
Personalkostnader	-6 346	-8 130	-9 477	-10 600	-11 210	-11 981	-12 804
Övriga kostnader	-2 895	-3 014	-3 737	-4 448	-5 004	-5 629	-6 333
Avskrivningar	-323	-718	-898	-900	-862	-829	-798
Rörelseresultat	530	-3 270	-110	2 041	3 162	4 330	5 679
Rörelsemarginal	1%	-7%	0%	3%	4%	5%	6%
Räntenetto	3 785	-15	-120	-120	-75	0	0
Resultat efter finansnetto	4 315	-3 286	-230	1 922	3 087	4 330	5 679
Skatter	0	0	0	-396	-636	-892	-1 170
Nettovinst	4 315	-3 286	-230	1 526	2 451	3 438	4 509
Vinstmarginal	12%	-7%	0%	2%	3%	4%	5%

Källa: Mangold Insight

Balansräkning (Teur)	2021	2022P	2023P	2024P	2025P	2026P	2027P
Tillgångar							
Kassa och bank	620	244	3 360	3 619	4 386	8 663	14 049
Kundfordringar	16 143	20 953	24 147	28 735	32 327	36 368	40 914
Lager	6	399	630	729	820	923	1 038
Anläggningstillgångar	7 184	8 975	9 000	8 625	8 287	7 984	7 710
Totalt tillgångar	23 954	30 571	37 137	41 708	45 820	53 938	63 711
Skulder							
Leverantörsskulder	18 628	21 936	28 732	33 278	37 438	42 118	47 382
Skulder	510	3 999	3 999	2 499	0	0	0
Totala skulder	19 138	25 935	32 731	35 777	37 438	42 118	47 382
Eget kapital							
Bundet eget kapital	599	3 704	3 704	3 704	3 704	3 704	3 704
Fritt eget kapital	4 217	931	702	2 227	4 679	8 116	12 625
Totalt eget kapital	4 816	4 636	4 406	5 931	8 383	11 820	16 329
Skulder och eget kapital	23 954	30 571	37 137	41 708	45 820	53 938	63 711

Källa: Mangold Insight

Disclaimer

Mangold Fondkommission AB ("Mangold" eller "Mangold Insight") erbjuder finansiella lösningar till företag och personer med potential, som levereras på ett personligt sätt med hög servicenivå och tillgänglighet. Bolaget bedriver i dagsläget verksamhet inom två segment; i) Investment Banking och ii) Private Banking. Mangold står under Finansinspektionens tillsyn och bedriver värdepappersrörelse enligt lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden. Mangold är medlem på NASDAQ Stockholm, Spotlight Stock Market och Nordic Growth Market samt derivatmedlem på NASDAQ Stockholm.

Denna publikation har sammanställts av Mangold Insight i informationssyfte och ska inte ses som rådgivning. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Mangold Insight lämnar inte i förväg ut slutsatser och/eller omdömen i publikationen. Åsikter som lämnats i publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer vara i enlighet med åsikter framförda i publikationen.

Mangold fransägar sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden. Mangold fransägar sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av publikationen.

Denna publikation får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse. För att sprida hela eller delar av denna publikation krävs Mangolds skriftliga medgivande.

Mangold kan genomföra publikationer på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med M&A, nyemission eller en notering.

För utförandet av denna publikation kan läsaren utgå från att Mangold erhåller ersättning av bolaget. Det kan även föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan bolaget och någon annan avdelning hos Mangold. Mangold har riktlinjer för hantering av intressekonflikter och restriktioner för när handel får ske i finansiella instrument.

Mangold analyserade Cyber Security 1 senast 2022-09-06

Mangolds analytiker äger inte aktier i Cyber Security 1.

Mangold äger inte aktier i Cyber Security 1 såsom för eget lager.

Mangold äger inte aktier i Cyber Security 1 genom uppdrag såsom likviditetgarant

Mangold har utfört tjänster för Bolaget och har erhållit ersättning från Bolaget baserat på detta.

Mangold står under Finansinspektionens tillsyn.

Rekommendationsstruktur:

Mangold Insight graderar aktierekommendationer på tolv månaders sikt enligt följande struktur:

Köp – En uppsida i aktien på minst 20 procent

Öka – En uppsida i aktien på 10-20 procent

Neutral – En uppsida och nedsida i aktien på 0 till 10 procent

Minska – En nedsida i aktien på 10-20 procent

Sälj – En nedsida i aktien på minst 20 procent