



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektrisk & Elektronisk utrustning | Sverige | 26 september 2022

Fingerprint Cards

Positivt att biometrin sprider sig till nya områden

PC och Access driver försäljningen

Trots fallande PC-volymer fortsätter penetrationen av fingeravtryckssensorer i PC öka vilket tillsammans med Access driver försäljningen för koncernen. Delvis för att Mobiles försäljning faller, räknar bolaget med att försäljningen till segment utanför Mobile kommer att stå för 25% av omsättningen 2022e, jämfört med 10% 2021 och att andelen kommer att fortsätta öka 2023. Den första datorn med Fingerprints så kallade Match-On-Chip-lösning, vilken används i företagsdatorer, har precis annonserats. Företagsdatormarknaden är lika stor som den för konsumenter och beskedet var därmed viktigt.

Aktien handlas i linje med vår värdering för Mobile

Försäljningen i Mobile, kapacitiva fingeravtryckssensorer till smartphones, föll kraftigt under H1 då divisionen har en hög exponering mot kinesiska mobiltelefonstillverkare vilka drabbades hårt av de covidrelaterade nedstängningarna. Vi ser detta som tillfälligt och tror att botten är bakom oss. Vi ser marknaden som mogen och estimerar värdet på affären till 6 kr per Fingerprints-aktie och att marknaden därmed värderar bolaget i linje med vår värdering av Mobile.

Betalkorten fortsätter accelerera, men från små volymer

Den stora optionaliteten tror vi finns i Payments – smarta betalkort med biologisk autentisering. Även om tillväxten är kraftig tror vi tror att de stora volymerna ligger flera år fram i tiden. Med det sagt ser vi detta som den nya massmarknaden för fingeravtryckssensorer och värderar hela segmentet till 19 kr per Fingerprints-aktie, varav vi reflekterar 5 kr i vårt motiverade värde och ser resten som optionalitet. Vi tror att antalet lanseringar accelererar och tror på positivt nyhetsflöde det kommande året. Av försiktighetsskäl minskar vi penetrationsgraden för både Payments och PC samt minskar den adresserbara marknaden i Access. Som en följd sänker vi vårt motiverade värde till 21-23 kr (från 26-28 kr).

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)				Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%		21	22e	23e	24e	
Totala intäkter	1 348	-5,6	1 867	-29,4	Totala intäkter	1 356	1 348	1 867	2 470	Motiverat värde
EBITDA, just.	80	-9,1	198	-36,1	Intäkstillväxt	8%	N.m.	39%	32%	21,0 - 23,0 kr
EPS, just.	-0,1	N.m.	0,1	N.m.	EBITDA, just.	85	80	198	349	Riskenivå
					EBIT, just.	-8	-19	56	186	Hög
					EPS, just.	0,0	-0,1	0,1	0,4	
					EPS-tillväxt	100%	N.m.	194%	416%	
					EK/aktie	3,5x	3,4x	3,5x	3,7x	
					Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,2	
					EBIT-marginal	Neg.	Neg.	3,0%	7,5%	
					ROE, just.	0,0%	Neg.	2,4%	11,8%	
					ROCE, just.	0,0%	-0,1%	1,2%	3,3%	
					EV/Sales	4,4x	1,6x	1,1x	0,9x	
					EV/EBITDA	70,6x	26,5x	10,8x	6,1x	
					EV/EBIT	-792,8x	-109,0x	38,2x	11,3x	
					P/E, just.	61078,7x	-79,9x	84,7x	16,4x	
					P/EK	5,9x	2,0x	2,0x	1,9x	
					Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	
					FCF yield	-1%	-5%	1%	6%	
					Nettoskuld/EBITDA	-0,7x	0,9x	0,5x	0,2x	

Kommande händelser

Q3 - rapport	19 oktober 2022
Q4 - rapport	

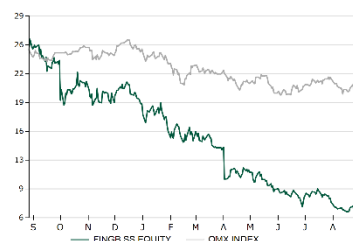
Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	294
Börsvärde	2 044
Nettoskuld	70
EV	2 113
Free float	91%
Daglig handelsvolym, snitt	4,020(k)

Analytiker

Markus Almerud
markus.almerud@penser.se

Kursutveckling 12 mån



Intressekonflikter

	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

Investment case

Vi tror att Fingerprint Cards (Fingerprints) är redo för ett nytt kapitel i sin historia. Priserna i mobilmarknaden har stabiliserats, kostnaderna har anpassats och efterfrågan i bolagets andra segment håller på att ta fart. Mobilmarknaden är mogen - penetrationen är hög och marknadstillväxten blygsam. Däremot är marknadsandelarna och inträdesbarriärerna höga. PC har låg biometrisk penetration men den är tillräckligt hög för att sannolikheten för att penetrationen ska fortsätta öka är väldigt hög. Samma sak med smarta lås.

Den stora optionaliteten finns i fingeravtryckssensorer för smarta betal- och kreditkort. Kommersiell lansering har skett med god feedback men i liten skala. Fingerprints samarbetar med både de marknadsledande kort- och mikroprocessortillverkarna. Om biometriska kort blir kommersiell succé är det sannolikt att Fingerprints tar en ledande ställning. Även med hänsyn tagen till endast en liten del av potentialen för de biometriska betalkorten ser vi signifikant uppsida i aktien från nuvarande nivåer. Om marknaden för biometriska kort utvecklas i enlighet med Fingerprints bedömning och Fingerprints lyckas i sina partnersamarbeten ser vi potential för mer än en fyrdubbling av aktien.

Bolagsprofil

Fingerprints är marknadsledare för kapacitiva fingeravtryckssensorer för smartphones med en marknadsandel på ca 30%. Bolaget har nio av de tio största smartphonetillverkarna som kunder, har 500 patent och har sedan start 1997 levererat ungefär 1,4 miljarder sensorer. Mobilmarknaden stod 2021 för ca 90% av bolagets försäljning. Efterfrågan växer dock snabbt i de övriga segmenten - PC, Access (främst smarta lås) och Payments (smarta betal- och kreditkort) - och bolaget tror att smarta betalkort kan bli nästa stora massmarknad. De ser en adresserbar marknad (TAM), på 1,4 miljarder enheter per år för mobilmarknaden, 170 miljoner per år för PC, mer än 100 miljoner per år för Access och ca 3 miljarder per år för smarta betalkort 2026 och därefter.

Värdering

Vi har använt SOTP när vi har värderat Fingerprints eftersom de olika segmenten har så distinkt olika slutmarknader och mognadsgrad. Då de strategiska målen är satta på 2026e har vi applicerat våra målmultiplar på detta år och har sedan nuvärdesberäknat. Vi har använt en grupp mogna teknikbolag som peer-grupp. Gruppen handlas på P/S 4x i genomsnitt.

Mobile är det mest mogna av segmenten med hög penetrationsgrad och låg marknadstillväxt. Vi använder därför P/S 2x och diskonterar med 10%. PC och Access har betydligt högre tillväxt och vi använder därför P/S 4x men diskonterar även dessa med 12%. Försäljningen i båda dessa har tagit fart och vi ser risken som relativt låg. Vi värderar dessa delar till 17 kr per Fingerprints-aktie.

Den stora uppsidan, för Fingerprints och aktien, finns i Payments. Försäljningen i segmentet har inte tagit fart än även om det finns piloter samt kommersiella lanseringar, i liten skala. Vi värderar segmentet till P/S 4x men diskonterar till 15%. Vi värderar hela segmentet till 19 kr men väljer att inte reflektera hela segmentet i vårt motiverade värde då risken fortfarande är hög. Norska IDEX är huvudkonkurrenten och har ett marknadsvärde på motsvarande 3,5 kr per Fingerprints-aktie. Vi väljer att reflektera 1,5x detta för att reflektera konsensus uppsida till IDEX samt att Fingerprints har erfarenhet av massproduktion vilket IDEX inte har. Payments bidrar därmed med 5 kr till vårt motiverade värde vilket ger ett justerat SOTP på 22 kr med en potentiell uppsida till nästan 40 kr.

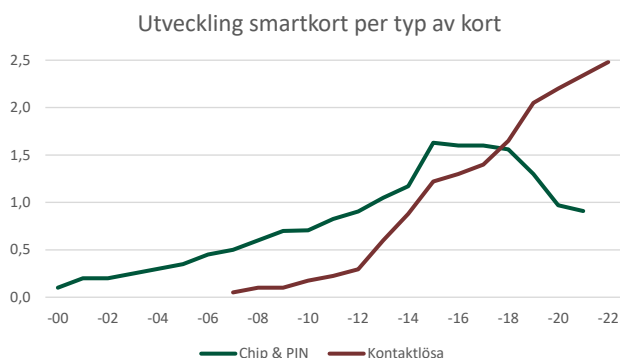
Motiverat värde

Vi ser ett motiverat värde på 21-23 kr.

Kortmarknaden – en överblick

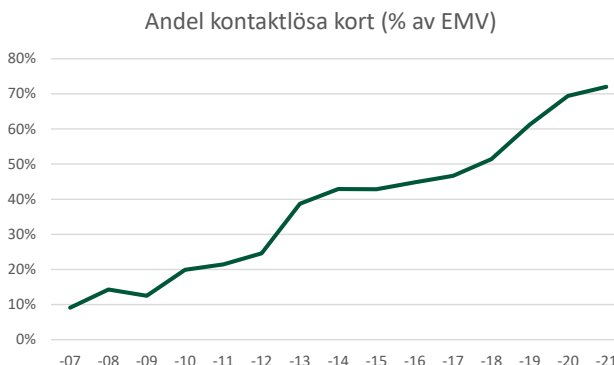
Kontaktlösa kort är idag det vanligaste EMV-kortet (EMV är den gemensamma säkerhetsstandarden som introducerades i mitten av 90-talet och innebär förenklat att kortet har ett chip). Medan det tog 18 år för Chip & Pin att nå massmarknad, vilket vi definierar som en miljard kort, tog det ungefär åtta år för det kontaktlösa kortet – trots att det behövdes nya kassasystem (POS – Point of Sales). Andelen kontaktlösa kort gick om Chip & Pin 2018 (Diagram 1) och penetrationen av kontaktlösa kort är nu över 70% (Diagram 2). Enligt Nilson Report och Statista kommer antalet kort i cirkulation att växa med 4% per år 2022-2026e (Diagram 3). Vi tror att vi är nära en brytpunkt där biometrisk kort kommer att accelerera.

Diagram 1: Kontaktlösa kort gick om Chip & PIN 2018



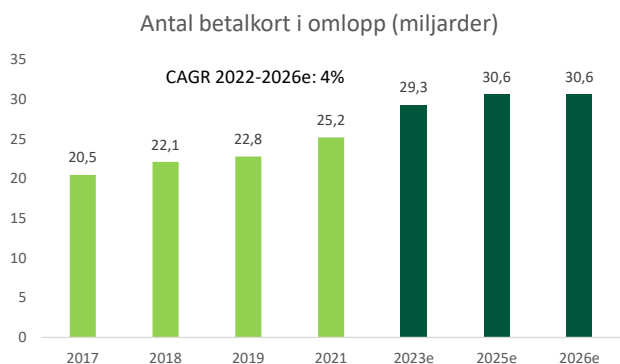
Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 2: Penetrationen av kontaktlösa kort är över 70%



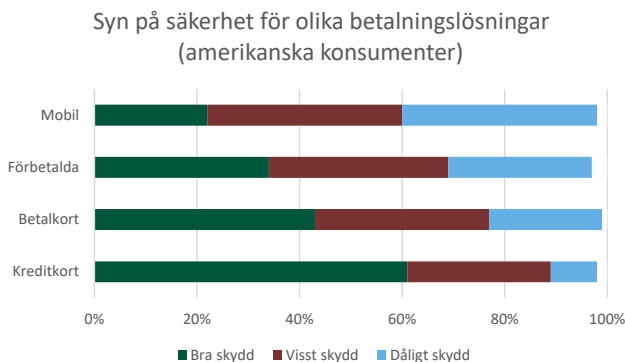
Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 3: Antal betalkort i omlopp väntas växa 4% per år



Källa: Statista, Nilson Report, EPB

Diagram 4: Amerikanska konsumenter anser kort vara den säkraste betalningsmetoder



Källa: IDEX, Pew Research, EPB

Ett argument för att penetrationen av biometrisk kort skulle kunna gå snabbare än kontaktlösa är att det inte behövs ny POS – de fungerar med samma terminaler som kontaktlösa kort. En av huvudfaktorerna för att det biometrisk kortet ska nå massmarknad anser vi är att få ner kostnaden för kortet. Vi tror att ett kort idag kostar ca USD 10 jämfört med USD 1-3 för ett kontaktlöst betal- eller kreditkort. Fingerprints sätt att minska kostnaden är att gå mot en en-chiplösning vilket minskar antalet komponenter och därmed totalkostnaden.

Begränsad konkurrens...

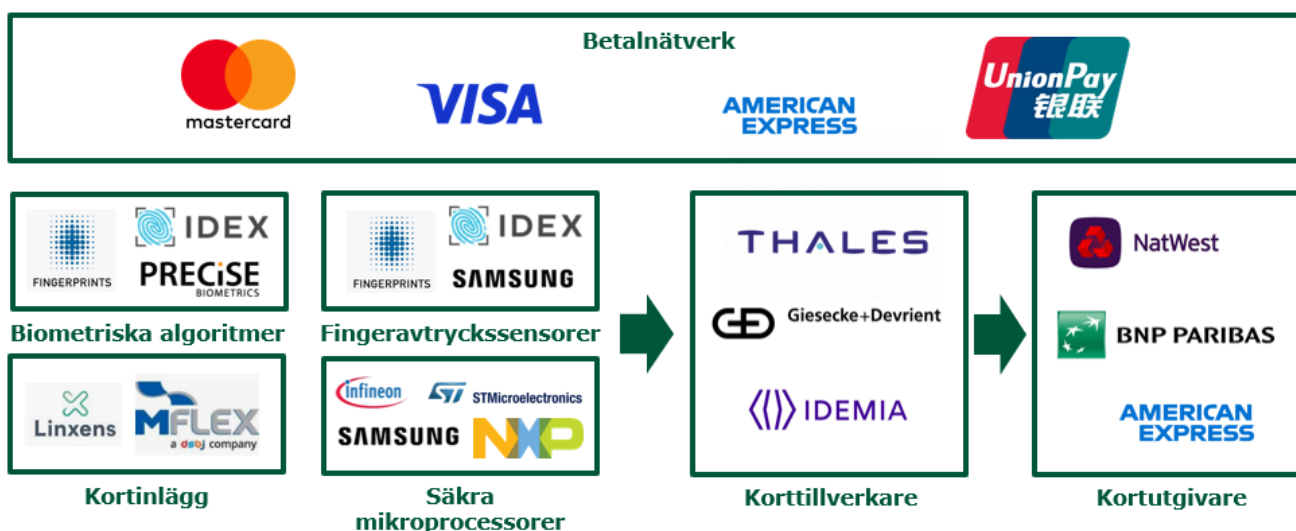
Huvudaktörerna i ekosystemet som tillverkar betalkort är mikroprocessortillverkarna, korttillverkarna och kortutgivarna (Figur 1).

- Bland mikroprocessortillverkarna är Infineon marknadsledare med ca 50% marknadsandel medan Samsung har ca 20%
- Thales är marknadsledare bland korttillverkarna med 35-40% av marknaden, följt av Idemia och G+D. Vi tror att de tre stora tillsammans har cirka 70% av marknaden

Det koncentrerade ekosystemet tillsammans med de höga säkerhetskraven skapar höga inträdesbarriärer vilket har lett till att det bara finns en huvudkonkurrent till Fingerprints lösning – norska IDEX. Även Samsung har en lösning men eftersom de konkurrerar med till exempel Infineon med bankchip och säkra element (Secure Elements – SE) så är det osannolikt att de kommer att leverera sin lösning till någon annan leverantör och det är därmed troligt att de kommer att ta en mindre del av marknaden.

Även om det är troligt att detta kommer att ändras använder korttillverkarna idag i huvudsak en leverantör till sina biometriska kort: Thales samarbetar framför allt med Fingerprints medan Idemia samarbetar med IDEX. Över tid är det sannolikt att korttillverkarna kommer att vilja ha mer än en leverantör. Mot bakgrund av de starka inträdesbarriärerna är det sannolikt att Fingerprints och IDEX kommer att ta en betydande del var av marknaden.

Figur 1: Överblick över betalkortets ekosystem

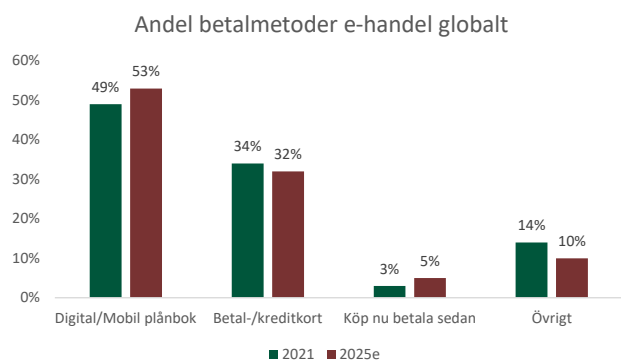


Källa: IDEX, Fingerprints, EPB

...och vi tror att kort kommer vara komplement till den digitala plånboken under en överskådlig framtid

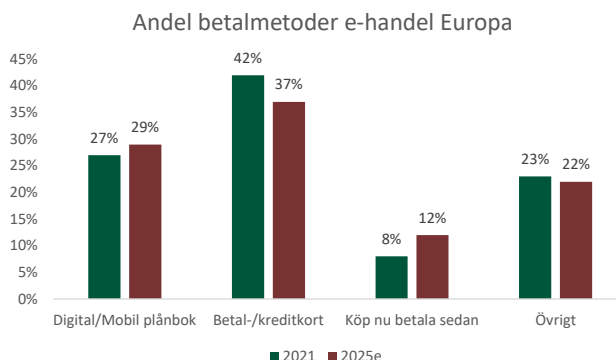
Ett av de mest använda argumenten mot biometriska kort är Apple Pay – varför skulle man använda kort när man ändå använder Apple Pay? Allt tyder dock på att digitala och mobila plånböcker kommer att vara komplement till i huvudsak betalkort även om de kommer att vinna marknadsandelar över tid. Enligt FIS, det amerikanska bolaget som levererar en rad finansiella tjänster, Global Payment Report kommer andelen betalningar med digital plånbok i e-handeln stiga från 49% 2021 till 53% 2025e medan den kommer att stiga från 29% till 39% i fysiska butiker. Motsvarande siffror för betal och kreditkort är från 34% till 33% i e-handeln och från 47% till 44% i fysiska butiker (Diagram 5-8).

Diagram 5: Digital plånböcker dominerar e-handeln globalt...



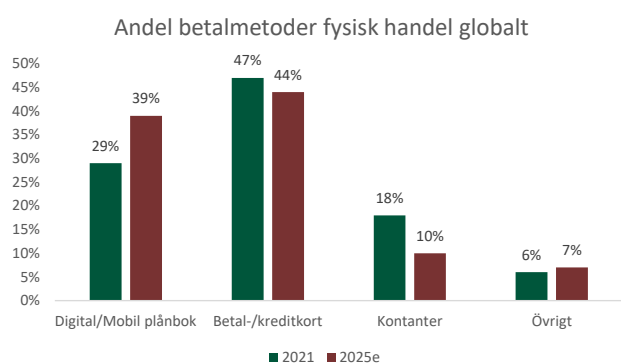
Källa: FIS, EPB

Diagram 6: ...medan kort är störst i Europa



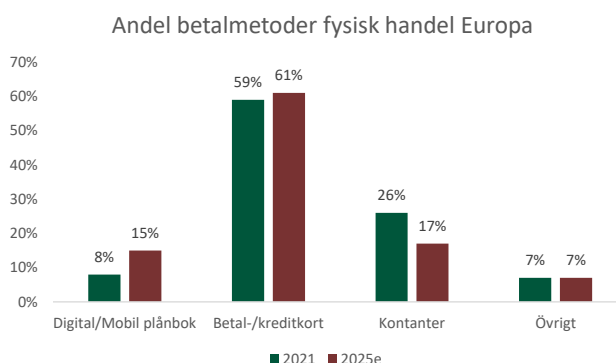
Källa: FIS, EPB

Diagram 7: I fysisk handel är kort störst globalt...



Källa: FIS, EPB

Diagram 8: ...och dominerande i Europa



Källa: FIS, EPB

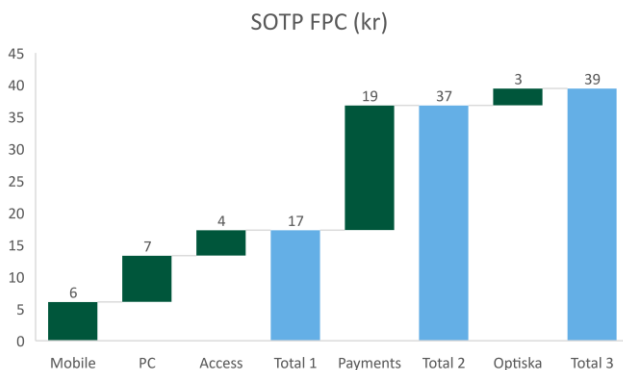
Antal lanseringar accelererar

Vi har hittills sett tio kommersiella lanseringar i marknaden, åtta från Fingerprints och två från IDEX. Lanseringarna har skett i Frankrike, Schweiz, Polen, Sverige, Mexico, Jordanien och Marocko. Vi tror att vi kommer att se en acceleration av lanseringar kommande tolv månader. På IDEX kapitalmarknadsdag sade bolaget att de planerar för sju lanseringar under H2 medan Fingerprints har sagt att de har ett flertal i pipeline. Vi tror med andra ord på fortsatt positivt nyhetsflöde runt Payments det kommande året.

Värdering – vår SOTP 22 kr med potential för ytterligare 17 kr

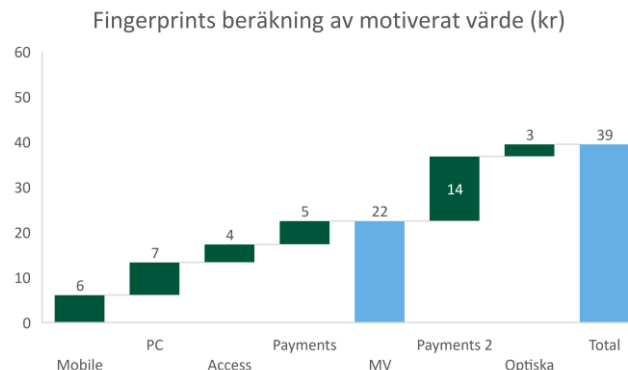
Eftersom de olika verksamheterna har så distinkt olika tillväxt drivare och mognadsgrad använder vi olika multiplar och diskonteringsräntor för dem och använder därmed SOTP när vi värderar aktien. Vi värderar Mobile till 6 kr, PC till 7 kr och Access till 4 kr. Payments som helhet värderar vi till 19 kr per aktie (Diagram 9) men eftersom osäkerheten är hög och försäljningen fortfarande låg reflekterar vi endast en del av värdet i vårt motiverade värde. Som helhet når vi 22 kr i vår SOTP med ytterligare 14 kr potential från Payments samt 3 kr från Optiska sensorer (Diagram 10). Vår DCF visar 25 kr.

Diagram 9: SOTP



Källa: EPB

Diagram 10: Beräkning av MV



Källa: EPB

Vi värderar Payments till 5 kr per aktie

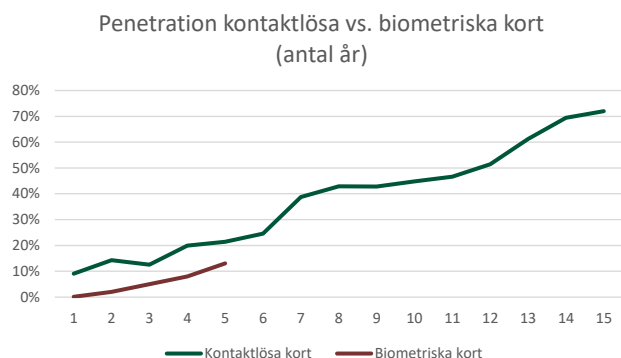
Som beskrivet ovan estimerar vi antalet kontaktlösa EMV-kort i marknaden till cirka tre miljarder 2026 vilket motsvarar en CAGR om 5% per år 2021-2026. Penetrationen är i princip obefintlig även om den ökar kraftigt. Vi räknar med 13% penetration 2026 vilket i princip är i linje med den takten vi såg i kontaktlösa kort (Diagram 11-12). Det tog åtta år för kontaktlösa kort att nå massmarknad, vilket vi definierar som en miljard kort. Om biometriska kort skulle utvecklas i samma takt skulle vi nå massmarknad runt 2030.

Med 13% penetration skulle vi se nästan 400 miljoner biometriska kort 2026e i marknaden vilket med 50% marknadsandel och en ASP på USD 1 skulle ge intäkter på nästan USD 200mn eller ca 2 mdkr 2026e (Diagram 13-14). Med en diskonteringsränta på 15%, vilket representerar den högre risken och den nästan obefintliga försäljningen, får vi ett nuvärde på Payments på ca 19 kr per aktie. Anledningen till att detta är lägre än vi hade i vår initiering är för att vi antar en försiktigare penetrationsgrad 2026e – 13% mot tidigare 25%.

Vi väljer att endast reflektera en del av värdet för Payments i vårt motiverade värde och ser resterande del som optionalitet. Som riktmärke för värderingen använder vi IDEX marknadsvärde. IDEX är huvudkonkurrenten på området och en renodlad leverantör av sensorer och löningar. IDEX har ett marknadsvärde på strax över 1 mdkr eller ca 3,5 kr per Fingerprint-aktie.

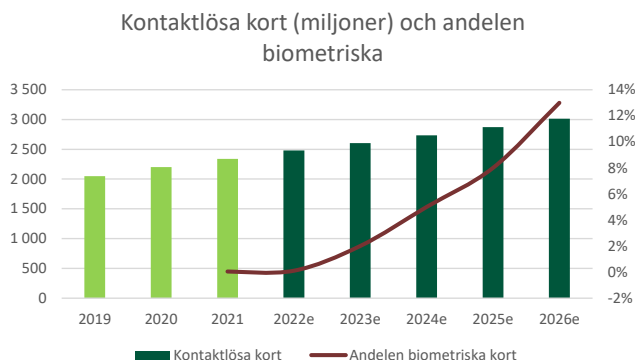
Trots att vi inte har gjort någon separat värdering av IDEX så konstaterar vi att det är en signifikant diskrepans mellan IDEX aktiekurs och riktkurserna i marknaden. För att ta hänsyn till dessa applicerar vi en faktor på 1,5x på IDEX marknadsvärde. Med ovanstående antaganden bidrar Payments med 5 kr till vårt motiverade värde.

Diagram 11: Vi ser biometriska kort utvecklas i linje med kontaktlösa



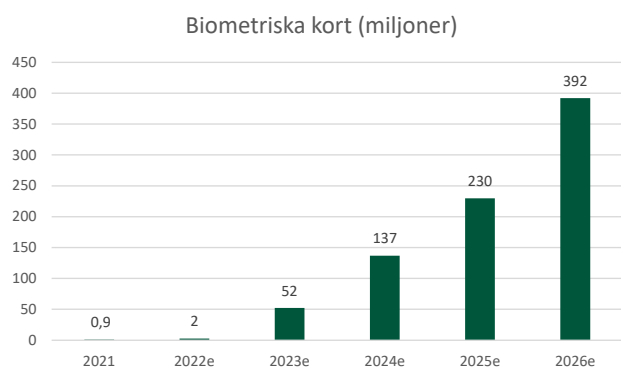
Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 12: 13% penetration 2026e...



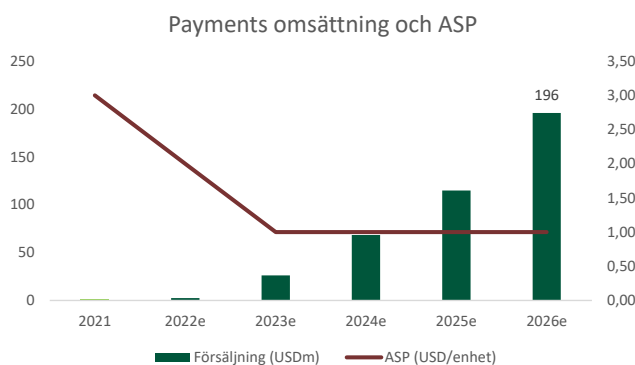
Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 13: ...vilket ger nästan 400m biometriska kort 2026e



Källa: EPB

Diagram 14: Vi ser ASP falla till USD 1 och 50% marknadsandel



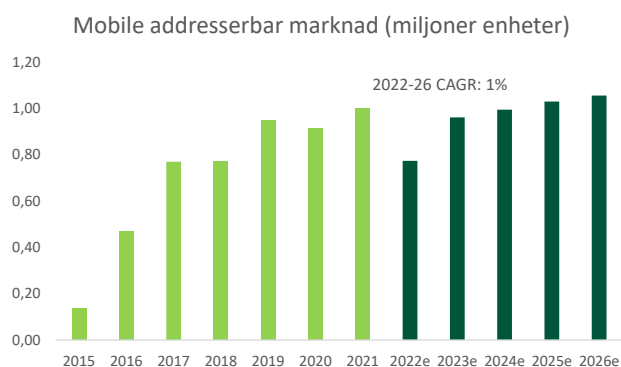
Källa: EPB

Aktien handlas i linje med vår värdering av Mobile

Mobile, dvs fingeravtryckssensorer till smartphones, stod för 90% av omsättningen 2021. Penetrationen av biometri i smartphones är mycket hög och vi skulle karaktärisera marknaden som mogen om än cyklisk. Vi tror att mobilmarknaden 2026 i stort kommer att ligga på ungefär samma nivå som före pandemin (2019). Det innebär att vi i stort sett ser oförändrad försäljning av kapacitiva sensorer till smartphones med volymtillväxt på en procent och pris som faller med 3% per år samt viss positiv valutaeffekt.

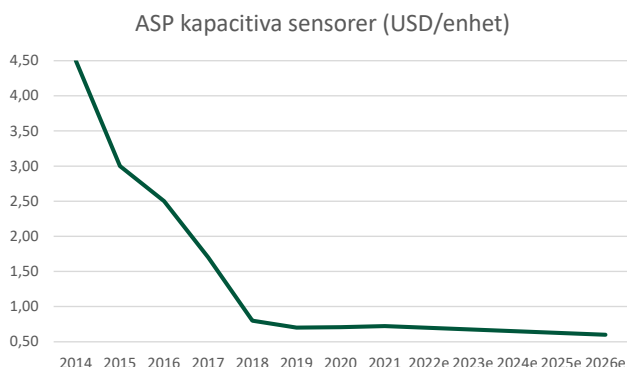
Med våra antaganden, P/S på 2x och en WACC på 10% så värderar vi Mobile till strax över 6 kr per aktie. Fingerprints aktie kostar i dagsläget strax under 7 kr och handlas med andra ord inte långt från vårt beräknade värde av de kapacitiva sensorerna.

Diagram 15: 1% volymtillväxt i marknaden 2022-2026



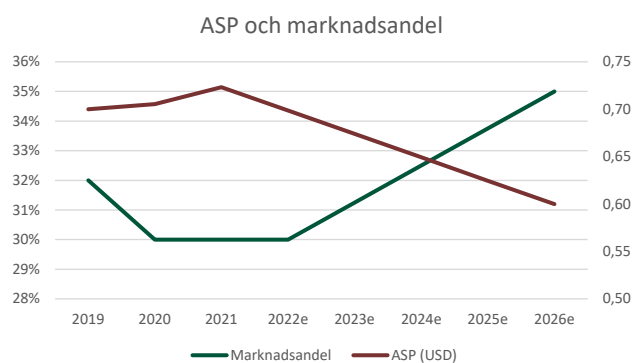
Källa: Fingerprints, IDS, EPB

Diagram 16: ASP har stabiliserats



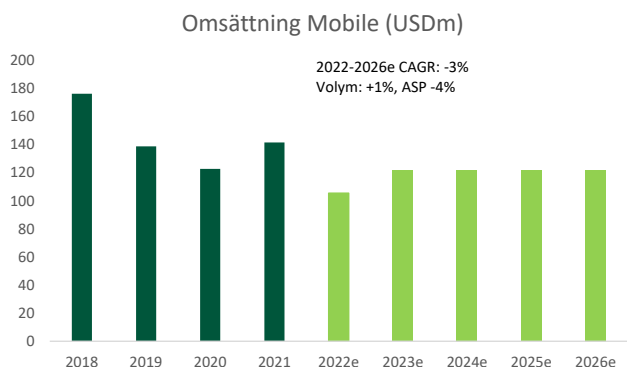
Källa: EPB

Diagram 17: ASPn väntas sjunka och marknadsandelen stiga...



Källa: EPB

Diagram 18: ...vilket leder till något fallande omsättning i USD (och oförändrad i kr)



Källa: EPB

Utöver detta finns det en möjlighet att ta en del av den optiska marknaden, en marknad som Fingerprints har obefintlig försäljning till idag. De har fått sin första design win (innebär att en leverantör har beslutat att utveckla och kommersialisera en eller flera produkter som innehåller Fingerprints teknologi) av sin optiska sensor-lösning från en stor asiatisk smartphone-OEM och de förväntar sig att påbörja leveranser under Q4'22. Vi ser denna som central då det är sannolikt att ordern kommer att följas av flera – det är den första ordern som är den svåraste. Inklusive optiska sensorer ser vi hög ensiffrig försäljnings-CAGR de kommande fem åren och vi värderar optionaliteten till nästan 3 kr per aktie.

PC-volymer faller 2022 och kommer ligga kvar på ungefär samma nivå 2026e

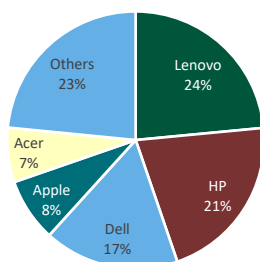
Efter den kraftiga ökningen under pandemin kommer PC-volymer att falla tillbaka 2022e. Vi tror på att en kombination av komponentbrist och sämre konjunktur pressar marknaden. Det ser ut som att marknadsvolymerna kommer att falla i storleksordningen 10% 2022e och vi antar cirka 300 miljoner enheter 2026e, vilket är samma nivå som vi såg 2020 och 2% tillväxt per år från nivån före pandemin (ca 260 miljoner enheter).

PC-marknaden är konsoliderad – de sex största PC-tillverkarna har 85% av marknaden och de tre största två tredjedelar. Utav de sex största har fyra inkluderat Fingerprints teknologi i en eller flera modeller. Vi antar att penetrationen av fingeravtryckssensorer ligger strax över 20% och att den kommer att öka till ca 40% 2026e. Detta är lägre än de 50% som vi antog när vi initierade på bolaget. Vi sänker våra antaganden av försiktighetsskäl.

Med våra antaganden, P/S på 4x (för att reflektera tillväxten) och en WACC på 12% så värderar vi PC till 7 kr per aktie.

Diagram 19: PC-marknaden är koncentrerad

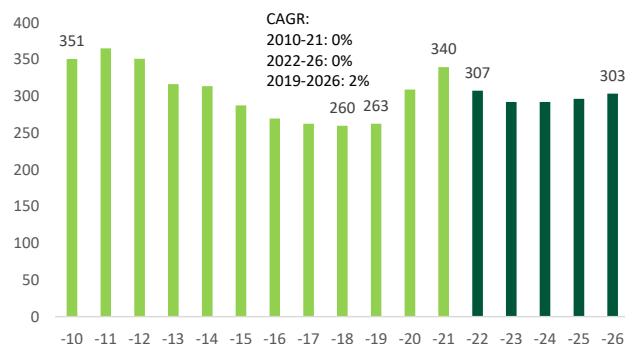
PC marknadsandelar (2021)



Källa: IDC, EPB

Diagram 20: 2% PC-CAGR jämfört med före pandemin

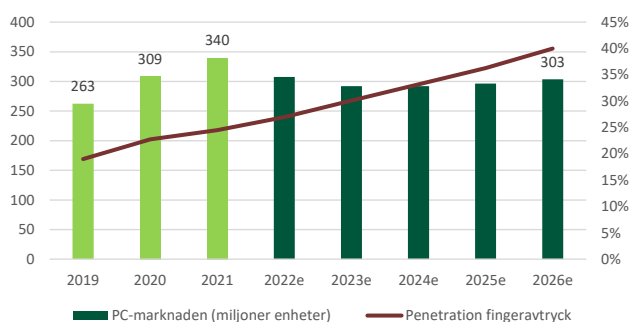
PC exkl. surfplattor (miljoner enheter)



Källa: Gartner, IDC, EPB

Diagram 21: Penetrationen av fingeravtryckssensorer i PC kommer öka...

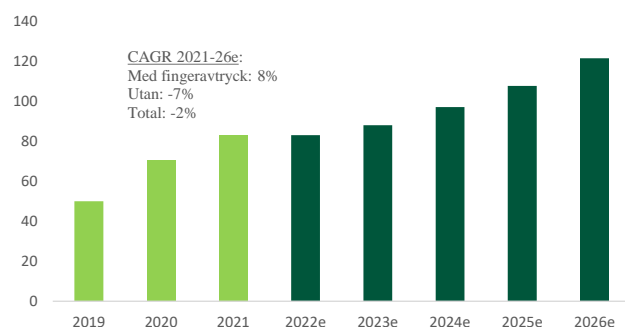
PC-marknaden och penetrationen fingeravtryck



Källa: Gartner, IDC, EPB

Diagram 22: ...vilket leder till högre tillväxt för PC med fingeravtrycksläsare

PC (exkl. surfplattor) med fingeravtrycksläsare



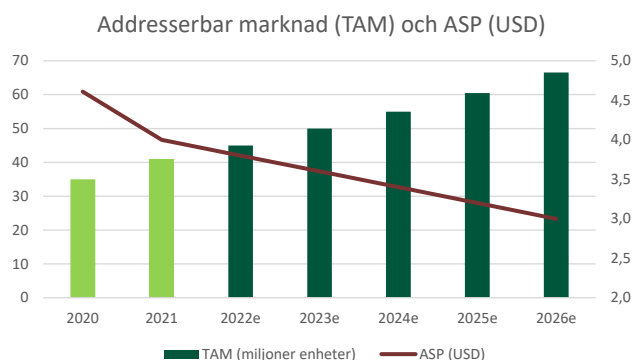
Källa: Fingerprints, EPB

Stora möjligheter för Access men svårt att kvantifiera

Access säljer i dagsläget framför allt till dörrlås i Kina och divisionen stod för merparten av Fingerprints försäljning utanför mobilmarknaden under 2021. Marknader som håller på att växa fram är dörrlås utanför Kina, bilar, spelkonsoler, tokens för autentisering och accesskort. Vi är särskilt positiva till accesskort. Genom att lagra personlig information på kortet och koppla det till biometri behöver utfärdaren inte lagra den personliga informationen centralt vilket minskar den administrativa kostnaden och risken för bolagen samtidigt som det ökar den personliga integriteten.

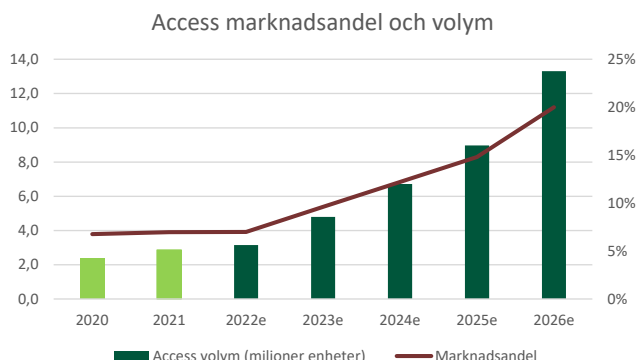
Av försiktighetsskäl minskar vi den adresserbara marknaden från cirka 100 miljoner enheter 2026e till cirka 70 miljoner enheter, vilket fortfarande motsvarar en genomsnittlig tillväxt på 10% per år enligt våra beräkningar. Det ska poängteras att visibiliteten i detta segment är mycket låg samtidigt som det finns en existerande försäljning och samtidigt som vi ser anekdotiska bevis på att marknaden växer. Med våra antaganden, P/S på 4x (för att reflektera tillväxten) och en WACC på 12% så värderar vi Access till 4 kr per aktie.

Diagram 23: Vi räknar med en adresserbar marknad på ca 70m enheter 2026...



Källa: EPB

Diagram 24: ...och en marknadsandel på 20%



Källa: EPB

Öppning av Kina trigger för aktien

Med en hög exponering mot kinesiska OEMs i Mobile, som i sin tur stod för 90% av försäljningen 2021, har bolaget drabbats hårt av de Covid-relaterade nedstängningarna i landet. Trots att PC och Access växer kraftigt – vi räknar med att försäljningen till segment utanför Mobile kommer stiga till 25% av koncernens totala försäljning 2022 med fortsatt skifte nästa år – så räcker det inte och bolaget drog tillbaka sin guidance i samband med att de publicerade sin Q2. Innan borttagandet låg guidance för 2022 på 1,6-2,0 mdkr. Vi estimerar en omsättning nära 1,4 mdkr för 2022, vilket kräver en acceleration under H2 givet att omsättningen låg på 530 mkr i H1'22. För att nå våra estimat krävs en omsättning i linje med H2'21 i USD vilket vi tror kan vara görligt givet den snabba tillväxten av PC och Access samt att Kina borde ha bottnat ur.

Figur 2: DCF - antaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	2 937	Riskfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	4 470	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	13,0%
Företagsvärde (EV)	7 407	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	97	Extra riskpremium	2,0%	Capex, % av omsättning	3,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	12,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	7,4%
Eget kapital	7 310			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	294			Terminalvärde, % av EV	60%
Eget kapital per aktie	25				

Källa: EPB

DCF - känslighet

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%			6,0%	8,0%	13,0%	12,0%	14,0%
WACC	11,0%	27	28	29	31	33	WACC	11,0%	16	20	29	27	31
	11,5%	25	26	27	28	30		11,5%	15	18	27	25	29
	12,0%	23	24	25	26	27		12,0%	14	17	25	23	26
	12,5%	21	22	23	24	25		12,5%	13	16	23	22	24
	13,0%	20	21	21	22	23		13,0%	12	15	21	20	23

Källa: EPB

Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	1 459	1 256	1 356	1 348	1 867	2 470	3 209	4 307
Totala intäkter	1 459	1 256	1 356	1 348	1 867	2 470	3 209	4 307
Kostnad sålda varor	-1 128	-981	-959	-961	-1 305	-1 646	-2 089	-2 748
Bruttovinst	331	275	397	386	562	824	1 120	1 559
Övriga rörelsekostnader	-1	9	-4	-4	-6	-8	-10	-14
EBITDA, justerad	129	52	85	80	198	349	515	756
Avskrivningar	-34	-22	-22	-38	-44	-46	-53	-58
EBIT, justerad	-14	-25	-8	-19	56	186	324	533
Jämförelsestörande poster	0	-341	0	0	0	0	0	0
EBIT	-14	-366	-8	-19	56	186	324	533
Finansiella poster	-3	-15	7	-13	-25	-27	-25	-19
Resultat före skatt	-17	-381	-1	-33	31	160	299	514
Skatter	4	40	1	7	-7	-35	-66	-113
Nettoresultat, justerad	-14	0	0	-26	24	125	233	401
Nettoresultat	-14	-341	0	-26	24	125	233	401

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EBIT	-14	-366	-8	-19	56	186	324	533
Övriga kassaflödespåverkande poster	2	360	36	-13	-25	-27	-25	-19
Förändringar i rörelsekapital	27	87	-95	-53	-30	-35	-43	-64
Kassaflöde från den operationella verksamheten	160	158	24	20	136	252	381	560
Investeringar	-1	-2	-5	-5	-7	-9	-11	-15
Fritt kassaflöde	66	39	-67	-95	17	116	226	380
Utdelningar	0	0	0	0	0	-59	-118	-221
Nyemission / återköp	0	-190	0	0	0	0	0	0
Förvärv	-21	0	0	0	0	0	0	0
Förändringar av lån	0	0	75	128	21	-20	-66	-116
Övriga poster	-20	-19	-16	-34	-37	-37	-42	-43
Kassaflöde	25	-170	-8	0	0	0	0	0
Omräkningsdifferenser	-2	-17	6	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-507	-354	-59	70	90	70	3	-113

Källa: EPB

Balansräkning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	843	502	555	555	555	555	555	555
Övriga immateriella tillgångar	285	258	283	333	347	358	364	363
Materiella anläggningstillgångar	16	7	7	7	7	7	7	7
Finansiella anläggningstillgångar	18	47	54	54	54	54	54	54
Summa anläggningstillgångar	1 195	838	923	972	987	998	1 004	1 004
Varulager	253	136	159	162	224	296	385	517
Kundfordringar	197	196	280	283	392	519	674	904
Övriga omsättningstillgångar	15	15	51	51	51	51	51	51
Likvida medel och kortfristiga placeringar	564	377	374	374	374	374	374	374
Summa omsättningstillgångar	1 042	737	876	882	1 057	1 261	1 511	1 883
SUMMA TILLGÅNGAR	2 237	1 575	1 799	1 854	2 044	2 259	2 515	2 886
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	1 799	1 183	1 027	1 002	1 026	1 091	1 207	1 387
Summa eget kapital	1 799	1 183	1 027	1 002	1 026	1 091	1 207	1 387
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	293	421	441	421	355	239
Övriga långfristiga skulder	12	21	17	17	17	17	17	17
Summa långfristiga skulder	50	30	321	449	470	450	383	267
Leverantörsskulder	235	201	222	175	243	321	417	560
Övriga kortfristiga skulder	1	2	14	14	14	14	14	14
Summa kortfristiga skulder	388	362	451	403	549	718	925	1 233
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	2 237	1 575	1 799	1 854	2 044	2 259	2 515	2 886

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Intäkstillväxt	-	N.m.	8%	N.m.	39%	32%	30%	34%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	66%	N.m.	148%	76%	48%	47%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	70%	N.m.	388%	234%	74%	65%
EPS-tillväxt, justerad	-	99%	152%	N.m.	194%	416%	87%	72%
Bruttomarginal	22,7%	21,9%	29,3%	28,7%	30,1%	33,4%	34,9%	36,2%
EBITDA-marginal	8,8%	Neg.	6,3%	5,9%	10,6%	14,1%	16,0%	17,5%
EBITDA-marginal, justerad	8,8%	4,1%	6,3%	5,9%	10,6%	14,1%	16,0%	17,5%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	7,5%	10,1%	12,4%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	3,0%	7,5%	10,1%	12,4%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	0,0%	Neg.	1,3%	5,0%	7,3%	9,3%

Källa: EPB

Avkastning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE, justerad	-	Neg.	0%	Neg.	2%	12%	20%	31%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	1%	3%	5%	8%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	5%	16%	27%	43%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Varulager / totala intäkter	17%	11%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
Kundfordringar / totala intäkter	14%	16%	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Leverantörsskulder / KSV	21%	20%	23%	18%	19%	20%	20%	20%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	192%	64%	145%	132%	151%	151%	153%	154%
Rörelsekapital / totala intäkter	6%	0%	4%	8%	7%	7%	7%	6%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	1,0x	0,9x	1,3x	1,6x	2,0x	2,6x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoskuld	-507	-354	-59	70	90	70	3	-113
Soliditet	80%	75%	57%	54%	50%	48%	48%	48%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,3x	-0,1x	0,1x	0,1x	0,1x	0,0x	-0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-3,9x	1,2x	-0,7x	0,9x	0,5x	0,2x	0,0x	-0,1x

Källa: EPB

Aktiedata

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
EPS	-0,04	-1,10	0,00	-0,09	0,08	0,42	0,79	1,36
EPS, justerad	-0,04	0,00	0,00	-0,09	0,08	0,42	0,79	1,36
FCF per aktie	0,21	0,13	-0,23	-0,32	0,06	0,39	0,77	1,29
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,20	0,40	0,75
Eget kapital per aktie	5,73	3,83	3,48	3,40	3,49	3,71	4,10	4,71
Antal aktier vid årets slut, m	314	309	295	294	294	294	294	294
Antal aktier efter utspädning, snitt	314	309	295	294	294	294	294	294

Källa: EPB

Värdering

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
P/E, justerad	-435,9x	-26883,6x	61078,7x	-79,9x	84,7x	16,4x	8,8x	5,1x
P/EK	3,3x	4,5x	5,9x	2,0x	2,0x	1,9x	1,7x	1,5x
P/FCF	90,4x	137,9x	-91,6x	-21,6x	121,5x	17,6x	9,0x	5,4x
FCF-yield	1%	1%	-1%	-5%	1%	6%	11%	19%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	5,8%	10,8%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	47,3%	50,5%	55,1%
EV/Sales	3,7x	3,9x	4,4x	1,6x	1,1x	0,9x	0,6x	0,4x
EV/EBITDA, justerad	42,1x	94,9x	70,6x	26,5x	10,8x	6,1x	4,0x	2,6x
EV/EBIT, justerad	-376,4x	-194,3x	-792,8x	-109,0x	38,2x	11,3x	6,3x	3,6x
EV	5 420	4 895	6 025	2 113	2 134	2 113	2 047	1 931
Aktiekurs	18,9	17,4	20,7	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9

Källa: EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. 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. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser 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 att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken frånsäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instru-ment i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se