



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektronisk utrustning | Norge | 05 juli 2023

Zwipe

Redo för avfärd

Biometrisk accesskort ger stor potential till relativt sett låg risk...

Med höga säkerhetskrav, en konkurrensmässig teknologi och företag som slutkund har det initiala fokuset på flygplatser och datacenters lönat sig – vi bedömer att intresset har spridit sig och att pipeline för accessaffären är mycket god. Vi ser 14% CAGR i accesskortmarknaden de kommande 8-10 åren. I takt med att penetrationen för biometri fortsätter öka bedömer vi att Zwipe kan ta en betydande del av försäljningen i de vertikaler de valt att fokusera på. Med P/S 1,5x, 15% WACC samt 40% sannolikhet för att biometri når massmarknad värderar vi Access till NOK 5,4 med potentiell uppsida till över NOK 13 om biometrisk accesskort når massmarknad.

...medan potentialen för biometrisk betal kort är enorm fast riskfylld

Slutkunden för betal kort är privatpersoner vilket vi bedömer ökar risken jämfört med accesskort. Samtidigt är potentialen enorm. Vi ser 40% sannolikhet för att biometrisk betal kort når en miljard kort per år de kommande 8 åren – vilket är i linje med den nuvarande generationens kort. Med ett konsoliderat ekosystem och en av få plattformar till salu, som är certifierad av både Visa och Mastercard, bedömer vi att Zwipe kan bli en betydande leverantör till Tier 2- och Tier 3-korttillverkare. Med P/S 1,5x och 25% WACC samt 40% sannolikhet för att biometrisk betal kort når massmarknad är Pay värt NOK 5,4 med potentiell uppsida till över NOK 25.

Vi inleder bevakning med ett motiverat värde på NOK 10,7-10,9

Efter att ha färdigställt den teknologiska utvecklingen av sin biometrisk betal kortslösning, med certifiering av både Mastercard och Visa under 2022, och en lyckad kapitalanskaffning bakom sig, är bolaget redo för att accelerera kommersialiseringen av båda sina produktlinjer. Samtidigt annonserade de nyligen att de kommer sänka kostnadsbasen, vilket bör leda till kassaflödespositivitet i slutet av 2024. Vi bedömer att ett fortsatt intensivt nyhetsflöde kommer driva aktien och inleder bevakning med ett motiverat värde på NOK 10,7-10,9.

Estimatändring			Prognos (m)				Värde och risk		
	23e	24e	25e	2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	10,7 - 10,9 NOK
Totala intäkter	-	-	-	4	49	157	429	Aktiekurs	3,3 NOK
EBIT, just.	-	-	-	55%	>100%	>100%	>100%	Riskenivå	High
EPS, just.	-	-	-	-96	-71	2	126	Kursutveckling 12 mån 	
Kommande händelser			EBIT, just.	-98	-72	0	125		
Q2 - rapport	24 augusti 2023		EPS, just.	-2,6	-1,2	0,0	1,7		
Q3 - rapport	26 oktober 2023		EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%		
Bolagsfakta (m)			EK/aktie	1,5	1,4	1,4	3,1		
Antal aktier	58m		Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0		
Börsvärde	193		EBIT-marginal	Neg.	Neg.	0,3%	29,1%		
Nettoskuld	-122		ROE, just.	Neg.	Neg.	0,4%	73,6%		
EV	71		ROCE, just.	Neg.	Neg.	0,5%	89,1%		
Free float	51%		EV/Sales	30,6x	1,4x	0,5x	0,2x		
Daglig handelsvolym, snitt	16k		EV/EBITDA	-	-	40,1x	0,6x		
Bloomberg Ticker	ZWIPE NO EQUITY		EV/EBIT	-	-	171,6x	0,6x		
Analytiker			P/E, just.	-	-	598,5x	2,0x	Intressekonflikter	
Markus Almerud			P/EK	3,1x	2,3x	2,3x	1,1x	Yes	No
markus.almerud@penser.se			FCF yield	-	-	-	24%	Likviditetsgarant	✓
			Nettoskuld/EBITDA	0,5x	0,9x	-24,9x	-0,7x	Certified adviser	✓
							Transaktioner 12m	✓	

Investment case

Bolaget är redo för nästa steg: Efter att ha färdigställt den teknologiska utvecklingen av Zwipe Pay, och efter certifiering av Visa och Mastercard, är Zwipe redo för kommersialisering. Lösningen är nu en av få biometriska plattformar till salu som är certifierade av både Visa och Mastercard. Under 2022 etablerades dessutom Zwipe Access som en egen produktlinje. Med fullföljd kapitalanskaffning i början av 2023 är bolaget redo för att accelerera kommersialiseringen av båda produktlinjerna.

Med ökade säkerhetskrav ser framtiden ljus ut för biometriska accesskort: Striktare accesskontroll kommer öka i takt med generellt ökande säkerhetskrav, och en högre andel biometri är ett naturligt steg. Biometriska accesskort är konkurrenskraftiga jämfört med andra teknologier, bland annat för att uppgraderad infrastruktur i de flesta fall inte krävs. Detta för att den personliga informationen sparas lokalt på kortet vilket minskar databashantering och därmed även förenklar GDPR-hantering. Vi ser medelhög tvåsiffrig tillväxt av accesskort kommande decennium och bedömer att Zwipe kan ta en betydande del av marknaden då penetrationen av biometri ökar.

Potentialen för biometriska betalkort är enorm, men risken är högre: Vi bedömer att biometriska betalkort kommer utvecklas i linje med hur kontaktlösa kort utvecklades, och att marknaden kommer nå en miljard kort per år i början av 2030-talet. Korttillverkarmarknaden är ytterst konsoliderad, och med den enda plattformen som är certifierad av både Visa och Mastercard, bedömer vi att Zwipe kan bli en dominerande leverantör till Tier 2 och Tier 3. Potentialen är enorm, men det är fortfarande osäkert om tekniken kommer lyckas slå igenom vilket gör att risken är hög.

Bolagsprofil

Zwipe utvecklar biometriska autentiseringslösningar för kortbetalningar, accesskontroll och andra säkerhets- och identifieringsapplikationer. Bolaget har två produktlinjer, Zwipe Pay och Zwipe Access, som båda bygger på samma teknologiska plattform. Bolaget har ett samarbetsavtal med korttillverkaren Idemia att utveckla nästa generationens betalkort och har exklusiva distributionsrättigheter till teknologin.

Lösningen består av ett antal för-certifierade komponenter med en ISO-plattmodul, som innehåller ett biometriskt säkert element med applets från Visa och Mastercard som genomför biometrisk autentisering, en fingeravtryckssensor från IDEX och ett passivt inlägg med till exempel en antenn.

Inom Pay kan Zwipe med sin färdiga lösning agera FoU-partner och inriktar sig främst mot Tier 2 och Tier 3-korttillverkare. Tier 1 har dels egen FoU och dels behöver de oftast inte en lösning, då de köper komponenterna enskilt och sätter ihop dem till färdiga kort. Inom Access tillverkar Zwipe korten men de bygger på samma lösning som Pay fast har andra applets. Initialt har Access som avsikt att rikta in sig på flygplatser och datacenters för att sedan bredda antalet vertikaler över tid. Samtidigt verkar det inkommande intresset för andra vertikaler med höga säkerhetskrav (som till exempel fängelser, sjukhus och större bolag) redan vara högt.

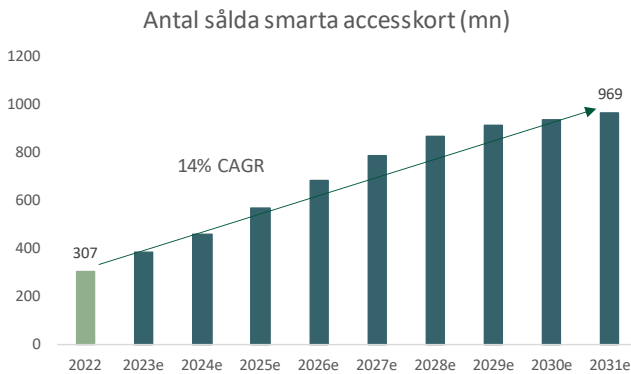
Värdering

Vi värderar Zwipe Pay och Zwipe Access separat då de har olika riskprofil. Dels bedömer vi att pipeline för Access har utvecklats bättre i närtid än för Pay, och då slutkunden för Access är företag medan slutkunden för Pay är en konsument ser vi sannolikheten att teknologin tar fart som högre i Access än Pay.

Då vi bedömer att Pay når massmarknad i början av 2030-talet – i linje med utvecklingen för kontaktlösa betalkort – applicerar vi vår målmultipel på försäljningen (vi använder P/S eftersom teknologin inte har nått kommersiellt genombrott) 2031 och diskonterar med 25%. Vi sannolikhetsväger sedan värdet med vår bedömda sannolikhet att biometri för betalkort når massmarknad – 40%. För att Access ska vara jämförbart med Pay använder vi samma horisont och använder även här P/S som multipel då kommersiellt genombrott ligger framför oss. Då vi bedömer risken för framgång som lägre diskonterar vi med 15% men sannolikhetsväger även detta värde med 40%. Vårt motiverade värde är NOK 10,7-10,9.

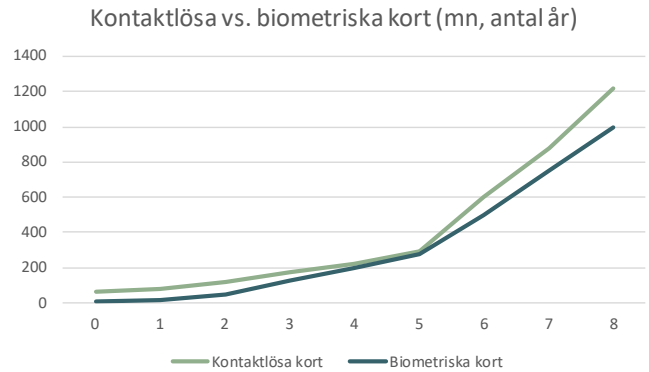
Investment case i bilder

Diagram 1: Tvåsiffrig tillväxt i antalet sålda accesskort



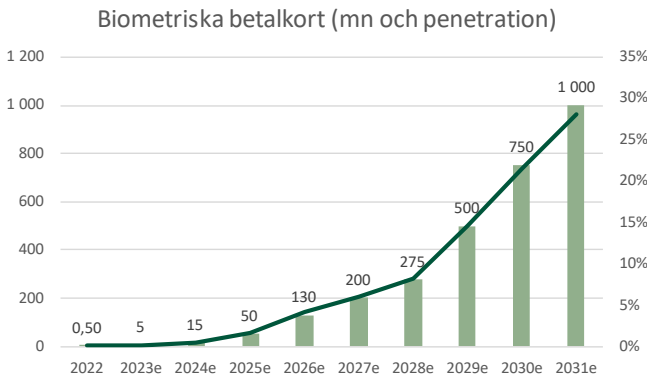
Källa: Markets and Markets, Zwipe, EPB

Diagram 2: Bedömer att biometriska kort kommer följa utvecklingen av kontaktlösa kort...



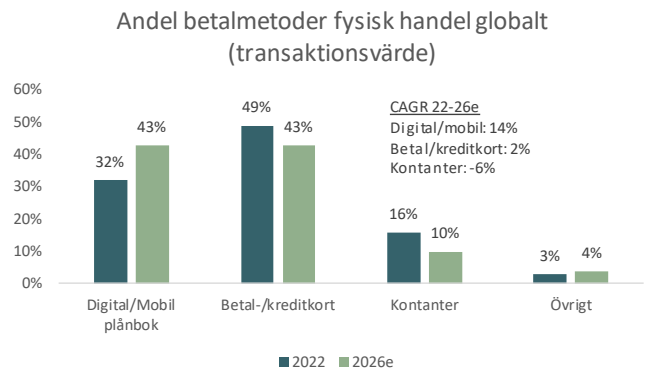
Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 3: ...vilket leder till en miljard kort i början av 2030-talet



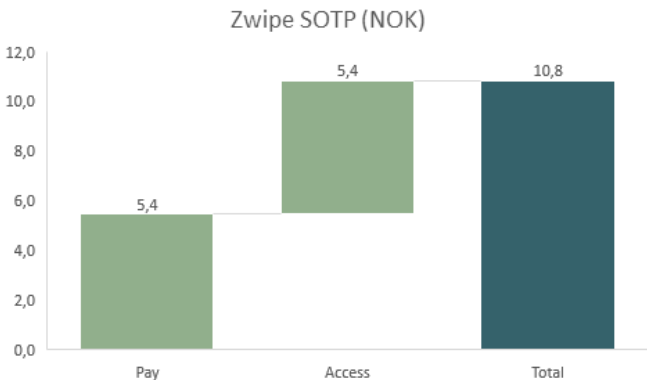
Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 4: Kort kommer samexistera med mobila plånböcker



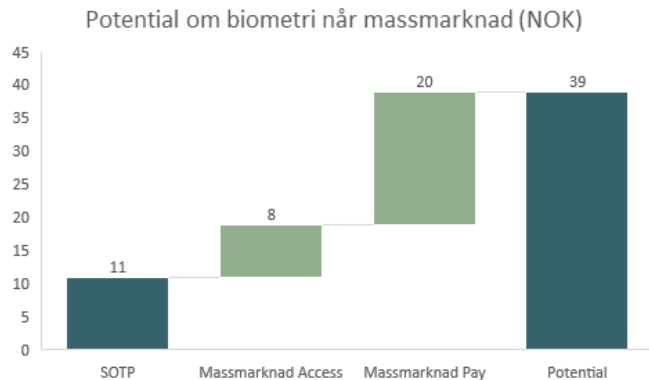
Källa: FIS, EPB

Diagram 5: Vi värderar Zwipe till nästan NOK 11 i vår SOTP...



Källa: EPB

Diagram 6: ...med potentiell uppsida till över NOK 30 om båda teknologierna når massmarknad

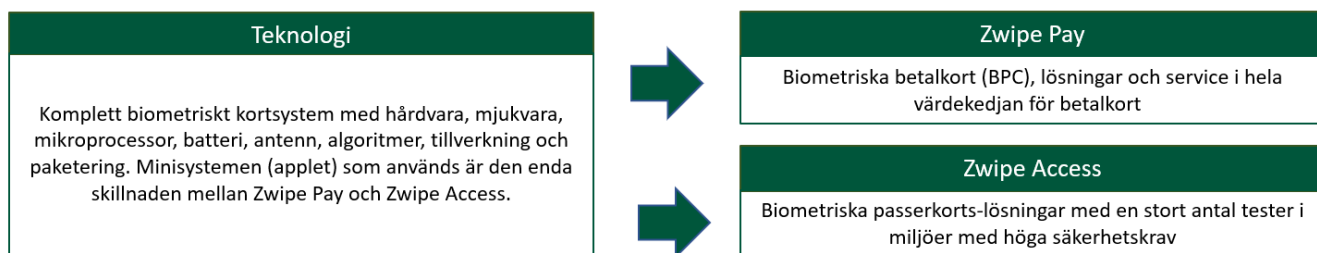


Källa: EPB

Bolaget i korthet och dess historik

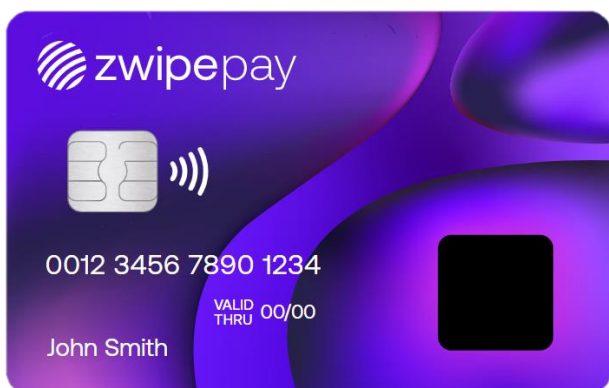
Zwipe är ett teknikföretag som utvecklar biometriska autentiseringslösningar för säkerhets- och identifieringsapplikationer. Företaget har sitt huvudkontor i Oslo, Norge och har också kontor i Sverige, USA och Kina. I slutet av 2022 hade de 43 anställda. Bolaget fokuserar på två produktområden, Zwipe Pay och Zwipe Access, som båda bygger på samma teknologiska plattform (Figur 1).

Figur 1: Överblick över Zwipes produktområden



Källa: Bolaget, EPB

Figur 2: Exempel på biometriskt betalkort



Källa: Zwipe, EPB

Figur 3: Exempel på biometriskt accesskort



Källa: Zwipe, EPB

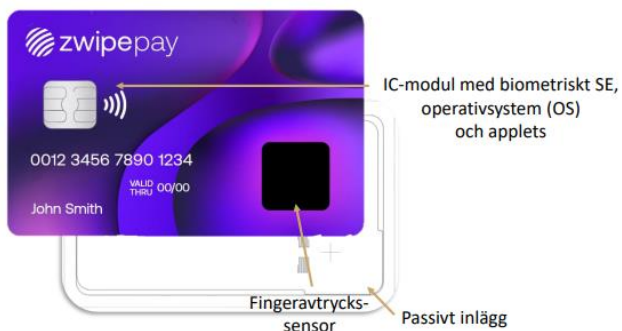
Exklusiv distributör av Idemias lösning

2019 tecknade Zwipe och den ledande korttillverkaren Idemia ett samarbetsavtal där Zwipe och Idemia skulle samarbeta för att utveckla en disruptiv biometrisk betalkortsplattform, där Zwipe har exklusiva distributionsrättigheter för den nya teknologin till korttillverkare, tillverkare av digitala accessoarer (wearables) och andra betallosningar som blir tillgängliga.

Lösningen består av ett antal för-certifierade komponenter med en integrerad krets som innehåller det säkra elementet, och applets från Visa och Mastercard som godkänner biometrisk autentisering som huvudkomponent. Idemia och fingeravtryckstillverkaren IDEX har ett samarbetsavtal och IDEX levererar därför fingeravtryckssensorn. Den tredje komponenten är ett inlägg som är kundspecifikt men som kan inkludera till exempel en antenn som gör så att kortet kan kommunicera med betalstationen.

Zwipe tillhandahåller även ett antal registreringslösningar för biometriska betalkort, inklusive en unik mobil lösning (Figur 5). Efterfrågan för mobila lösningar är stor och vi bedömer att lösningarna för iOS och Andriod som lanserades 2022 kan bli en betydande differentiering och konkurrensfördel.

Figur 4: Huvudkomponenterna i Zwipes lösning



Källa: Bolaget, EPB

Figur 5: Det finns lösningar både för registrering med dosa och mobil registrering

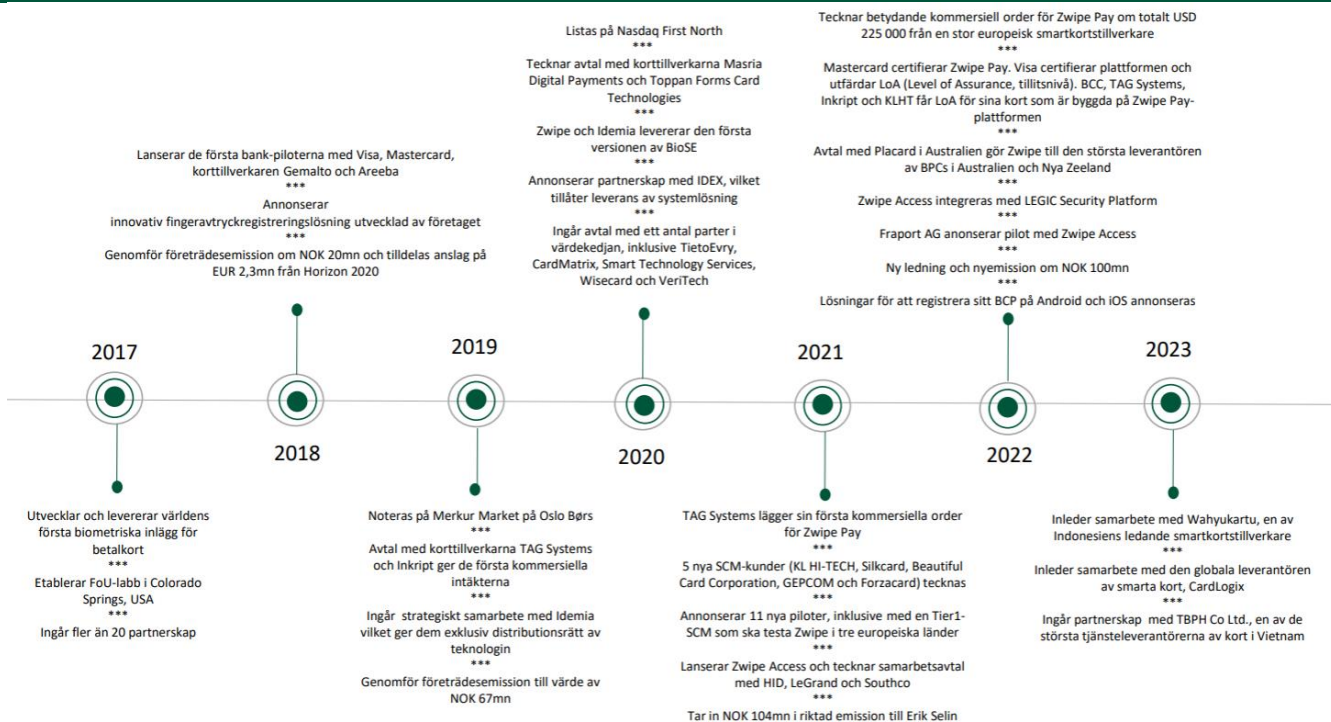


Källa: Bolaget, EPB

Redo för nästa steg

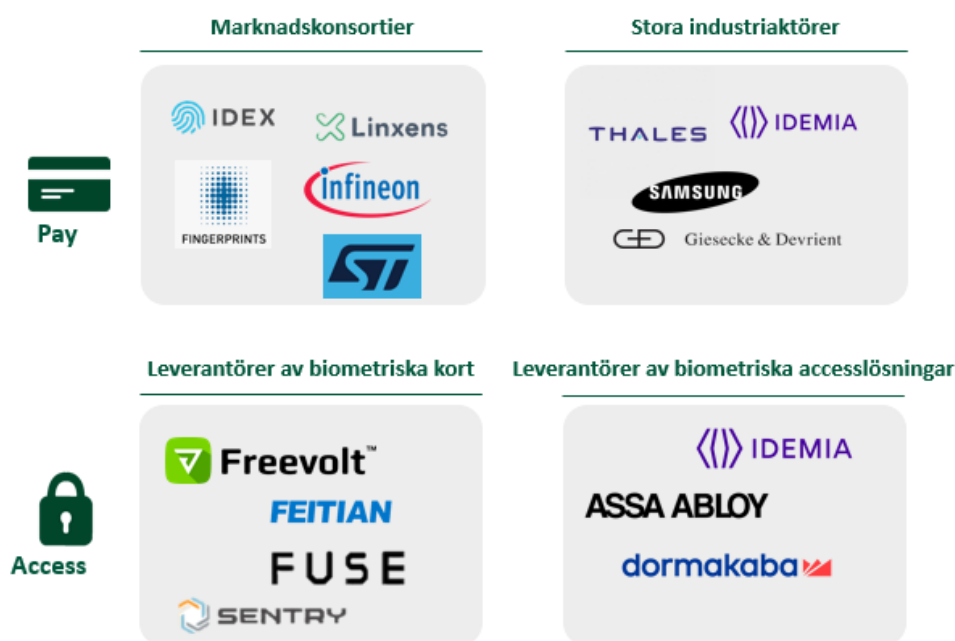
Mellan 2009, då Zwipecard skapades, och 2021 fokuserade bolaget på att utveckla sin teknologi (FoU), initiala piloter av sina produkter och service samt certifieringar. Under 2022 gick bolaget in i en ny fas med fokus på kommersiell och organisatorisk uppskalning och uttrullning av deras produkter och serviceerbjudanden. Marknadstrategin är bred – korttillverkarna (SCM) och systemintegratorerna bearbetas direkt medan slutkunderna, såsom banker och företag, bearbetas indirekt. Vi bedömer att takten för kommersialisering kommer accelerera under 2023 – bolaget är redo för nästa fas.

Figur 6: Zwipecard tidslinje



Källa: Bolaget, EPB

Figur 7: Konkurrenter



Källa: Bolaget, Zwipe

Figur 8: SWOT

<p><u>Styrkor (Strengths)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Plattfomen är verifierad av Mastercard och Visa Strategiskt samarbetsavtal med Idemia Koncentrerat ekosystem Höga inträdesbarriärer 	<p><u>Svagheter (Weaknesses)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Biometriska betalkorts genombrott har tagit längre tid än bedömt Låg andel proprietär teknik som systemintegratör Tekniken har inte slagit igenom kommersiellt än
<p><u>Möjligheter (Opportunities)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Kommersiellt genombrott av biometri för betalkort Biometri blir ny standard för betal- och kreditkort Kommersiellt genombrott av biometri för accesskontroll Breddat antal vertikaler för accesskort 	<p><u>Hot (Threats)</u></p> <ul style="list-style-type: none"> Mobila plånböcker tar marknadsandelar från kort Samarbeten från komponenttillverkarna tar marknadsandelar Andra biometriska lösningar blir standard inom accesskontroll

Källa: EPB

Tvåsiffrig tillväxt av accesskort

Baserat på tillväxten i accesskontroll-läsare, som växer med låga tvåsiffriga tal i värde och med över 20% per år i volym, bedömer vi att tillväxten i accesskort också kommer växa med tvåsiffriga tal. Med medelhöga tvåsiffrig tillväxt från basen på ca 300 miljoner kort 2022 innebär det en kortmarknad på cirka en miljard kort i början av 2030-talet. Zwipe fokuserar initialt på vertikaler såsom flygplatser och datacenters men andra vertikaler med höga säkerhetskrav, såsom sjukhus och fängelser samt större företag, har visat stort intresse. Målsättningen är att ha en betydande ställning i sina utvalda vertikaler.

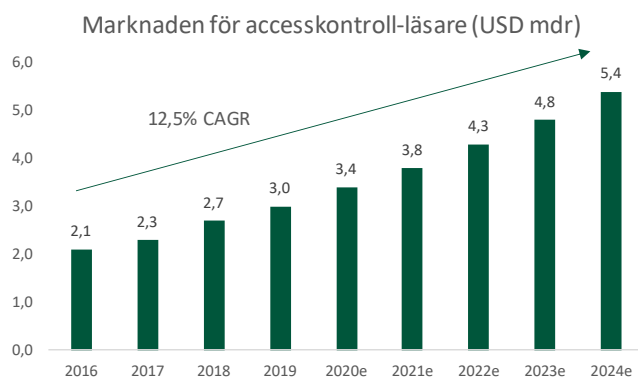
Accessmarknaden växer tvåsiffrigt

Under de senaste decennierna har säkerhetsmedvetandet gradvis ökat och både fysisk och logisk accesskontroll används av de flesta företag och organisationer för att skydda både anställda och företaget från stöld och spioneri.

Även om de flesta privata och publika byggnader idag har någon form av accesskontroll är många system ålderstigna och är i behov av uppgradering. Kortbaserade läsare som baseras antingen på närhet eller smarta läsare väntas dominera, vilket också öppnar upp för mobila lösningar.

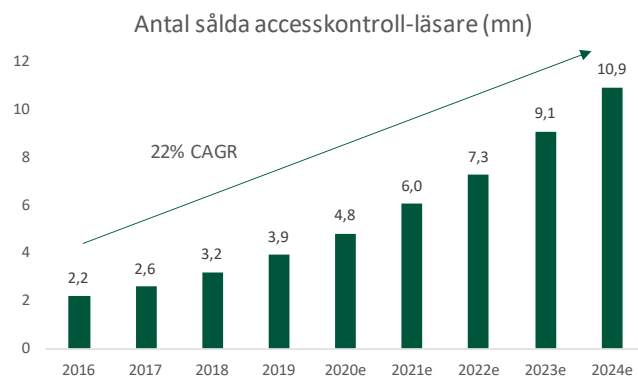
Vi har antagit att antal kort drivs av antalet kortläsare och att vi ser en avtagande tillväxt över tid (Diagram 7). Enligt Markets and Markets (augusti 2019) har marknaden vuxit kraftigt sedan 2016 och denna väntas fortsätta (Diagram 8-9). Den globala läsare-marknaden värderades till USD 4,3 mdr 2022 och väntas växa med 12,5% per år till USD 5,4 mdr 2026, medan antalet läsare växer med över 20% per år. Vi estimerar medelhög tvåsiffrig tillväxt för antal smarta kort det kommande decenniet. 2022 såldes det ca 300 miljoner smarta accesskort, och vi räknar med en försäljning på runt en miljard kort per år i början av 2030-talet. Vi har valt att dra ut prognosperioden lika långt som betalkorten för att göra de två marknaderna jämförbara.

Diagram 7: Marknaden för accessläsare växer tvåsiffrigt både i värde...



Källa: Markets and Markets, Zwipe, EPB

Diagram 8: ...och antal



Källa: Markets and Markets, Zwipe, EPB

Användare behöver inte byta infrastruktur och behöver ingen databashantering...

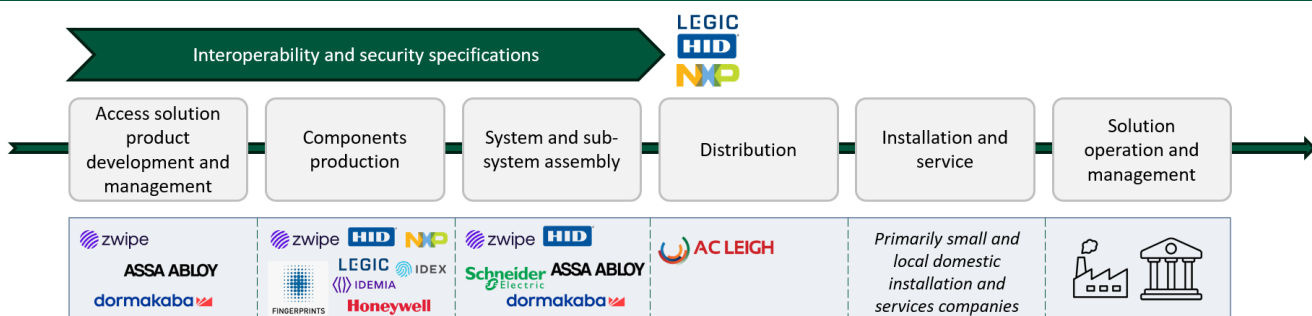
Teknik och protokoll från amerikanska NXP och HID, som är del av Assa Abloy, dominerar den globala smartkortläsare-marknaden med 85-90% av marknaden (Figur 10). Utöver dessa två finns det mellanstora spelare såsom LEGIC samt ett antal lokala aktörer.

Zwipes biometriska kort är baserade på samma teknik som betalkorten och är därmed verifierade av Mastercard och Visa, vilket kvalitetsstämplar korten. I slutet av 2021 validerades Zwipes lösning fullt ut för integration med HIDs Seos-lösningar (HIDs största mjukvara). Under första halvan av 2022 integrerades LEGICs applet och kortet är därmed även redo för LEGICs lösningar.

...vilket gör biometriska kort konkurrenskraftiga jämfört med andra biometriska lösningar

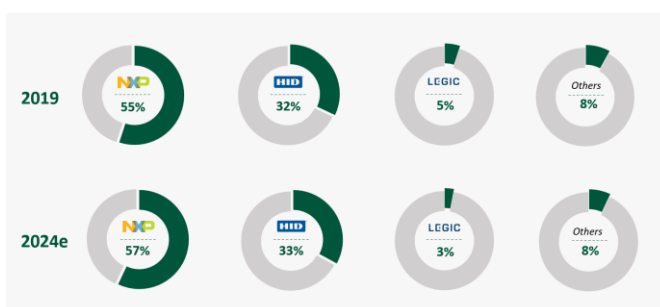
I och med att Seos och LEGICs protokoll är integrerade i kortet behöver användaren med dessa protokoll inte byta infrastruktur. Dessutom behövs ingen databas – all information ligger lokalt på kortet. Att det inte finns något behov av databashantering är viktigt då det underlättar uppfyllandet av GDPR-kraven. Att det inte finns behov av uppgraderade läsare och databashantering samt underlättandet av GDPR-hanteringen av personliga data är viktiga konkurrensfördelar mot andra typer av biometriska lösningar.

Figur 9: Värdekedjan för accesskort



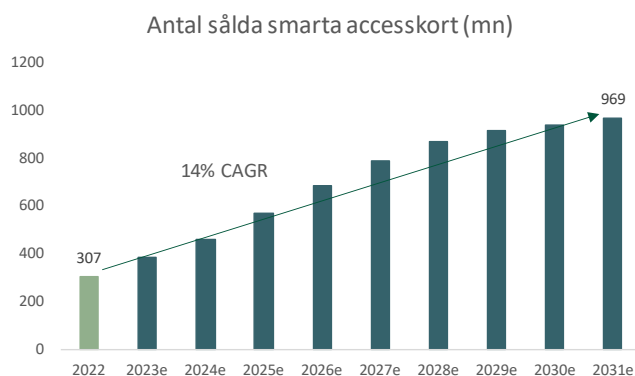
Källa: Zwipe, EPB

Figur 10: NXP och HID dominerar marknaden för läsare



Källa: Markets and Markets, Zwipe, EPB

Diagram 9: Vi ser tvåsiffrig tillväxt i antalet sålda accesskort



Källa: Markets and Markets, Zwipe, EPB

Vi beräknar marknaden till nästan en miljard kort i början av 2030-talet

Som vi beskriver ovan har accesskortmarknaden vuxit kraftigt de senaste åren och väntas fortsätta uppvisa kraftig tillväxt framöver. Vi antar att antalet accesskort drivs av tillväxten i accesskortsläsare och med medelhög tvåsiffrig tillväxt i antal kort når vi cirka en miljard kort i början av 2030-talet (Diagram 9).

Zwipe planerar att initialt fokusera på flygplatser och datacenters i Nordamerika och stora europeiska länder. De har dock även sett ett stort intresse från andra vertikaler med höga säkerhetskrav såsom fängelser och sjukhus men även från större företag. Anledningen till val av vertikaler är att det finns behov av ökad säkerhet samtidigt som det finns en stor installerad bas. Till en början kommer Zwipe samarbeta med systemintegratörer som är aktiva i prioriterade vertikaler och marknader. Över tid planerar bolaget att samarbeta med betalkortstillverkare som redan använder Zwipes lösning och som vill expandera till accesskort. Detta innebär att Zwipe initialt planerar att sälja färdiga accesskort till integratörer men att de kommer kunna sälja biometriska moduler liknande de som de säljer till Zwipe Pay-kunder.

Vi räknar med en miljard biometriska betalkort i början av 2030-talet

Det har tagit längre tid än vad vi hade bedömt för biometriska betalkort att slå igenom, men med stöd från hela ekosystemet bedömer vi att marknaden kommer att accelerera under 2023. Följer biometriska kort samma utvecklingskurva som kontaktlösa kort kommer de nå massmarknad, vilket vi definierar som en miljard kort per år, 2031.

EMV-kort dominerar idag kortmarknaden

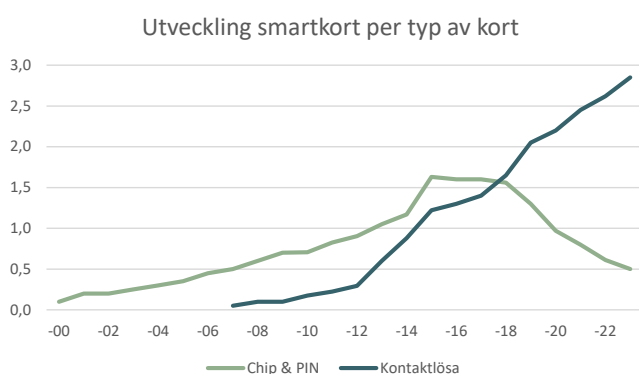
EMV (Europay, Mastercard och Visa) är en global standard för betalkortstransaktioner som kontrolleras av EMVCo, en gemensam organisation ägd av American Express, Discover, JCB, Mastercard, UnionPay och Visa – de ledande globala betalningsnätverken. EMV-standarderna infördes för att ersätta de magnetremsbaserade kortsystemen med säkrare och med avancerade chipbaserade kort. EMV-kort har inbyggda mikrochip som lagrar och behandlar betalningsinformation, vilket gör det svårare att kopiera eller manipulera kortdata. När ett EMV-kort används för betalning, sker en dynamisk autentisering där kortet och betalterminalen kommunicerar och verifierar varandras autenticitet.

För att genomföra en EMV-transaktion kommunicerar kortet med en kompatibel betalterminal (POS) och användaren verifierar sig vanligtvis genom att ange en PIN-kod. Informationen på chipet används för att generera en unik kod för varje transaktion, vilket gör det svårt för bedragare att använda stulna kortuppgifter för att utföra förfalskade transaktioner. EMV-standarderna har antagits internationellt och används av ett stort antal kreditkorts- och betalkorts nätverk över hela världen för att förbättra säkerheten och minska förekomsten av bedrägerier vid kortbetalningar.

Första generationens EMV-kort kallas ofta Chip & Pin eller Chip & Signatur. Chip & Pin är vanligast i Europa, Kanada, Australien och Nya Zeeland medan Chip & Signatur är vanligast i USA, Mexico, delar av Sydamerika och delar av Asien. Andra generationens kort, kontaktlösa kort, gick om Chip & PIN 2018 och har nu en penetrationsgrad på över 80% (Diagram 10-11).

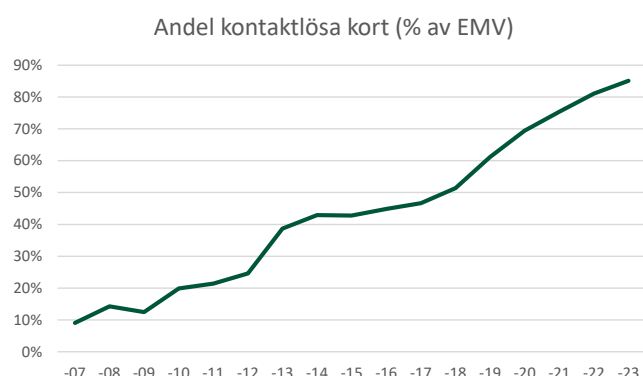
Massmarknad definieras ofta som en miljard kort per år och generation två nådde massmarknad betydligt snabbare än generation ett. Första generationens EMV-kort tog cirka 18 år att nå en miljard kort per år. Kontaktlösa kort introducerades 2007 och tog cirka åtta år att nå en miljon kort per år. Det är inte omöjligt att penetrationen av kontaktlösa kort hade gått ännu snabbare om skiftet inte hade inneburit en uppgradering av infrastrukturen – kontaktlösa kort krävde en ny POS. COVID-19 och de ökade hygienkraven som pandemin förde med sig spädde på penetrationsgraden av kontaktlösa kort ytterligare.

Diagram 10: Kontaktlösa kort gick om Chip & PIN 2018...



Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 11: ...och penetrationen är nu uppe i över 80%

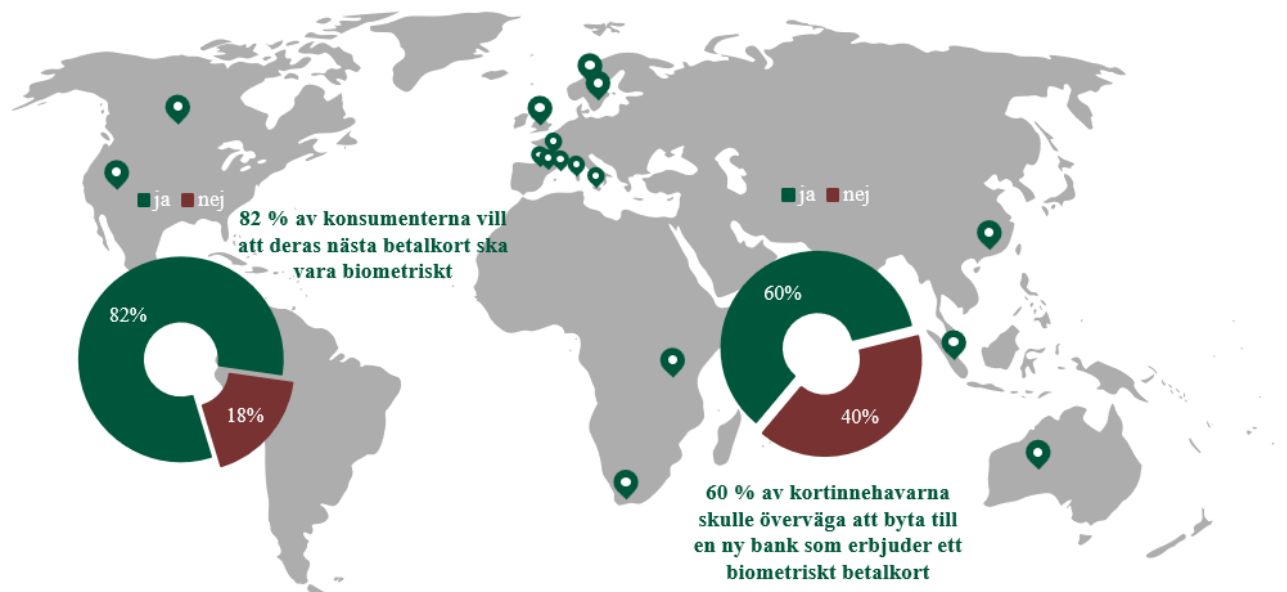


Källa: Eurosmart, EPB

Den snabba tillväxten av kontaktlösa kort visar att användarna efterfrågar och uppskattar betallösningar som är sömlösa och snabba. Vi anser att konsumenters strävan mot ökad bekvämlighet i betalningsupplevelsen bekräftas av den snabba tillväxten av mobila betalningar.

Nästa generation EMV-kort är det biometriska betalkortet. Det ger samma fördelar som det kontaktlösa kortet men är säkrare och ökar bekvämligheten genom att ingen PIN-kod behövs. En undersökning som Zwiipe gjorde med 3 200 användare i 17 länder visade att 82% önskade att deras nästa kort skulle vara biometriskt och 60% skulle tänka sig byta bank för att få ett biometriskt kort (Figur 11).

Figur 11: Enkät indikerar hög efterfrågan för biometriska kort

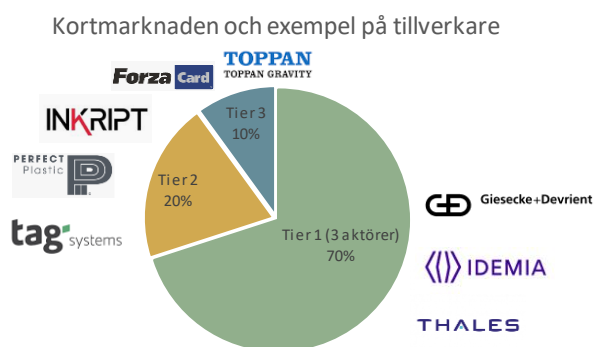


Källa: Zwipe, EPB

Korttillverkarna är konsoliderade – de tre största har 70% av marknaden

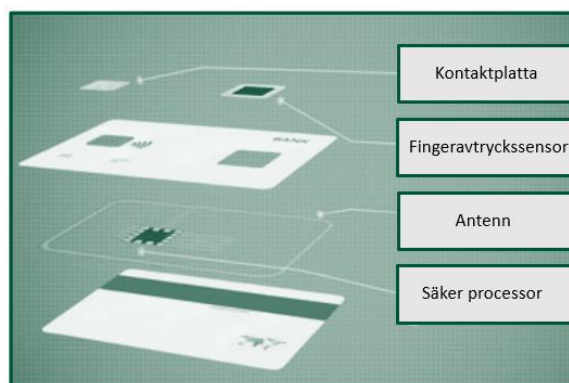
2022 tillverkades 3,2 miljarder EMV-kort. De tre största korttillverkarna, Thales, Idemia och G+D (Tier 1), är globala och har ca. 70% marknadsandel tillsammans (Diagram 12). Tier 2, som står för ca. 20% av världsmarknaden tillverkar ca. 50-350 miljoner kort per år och kan ha höga volymer och marknadsandelar i vissa marknader även om de inte är globala. Tier 3 innefattar alla korttillverkare med årliga volymer lägre än 50 miljoner kort per år. Dessa är vanligen begränsade till en eller ett fåtal marknader.

Diagram 12: Kortmarknaden är konsoliderad



Källa: Zwipe, EPB

Figur 12: Delarna i ett EMV-kort



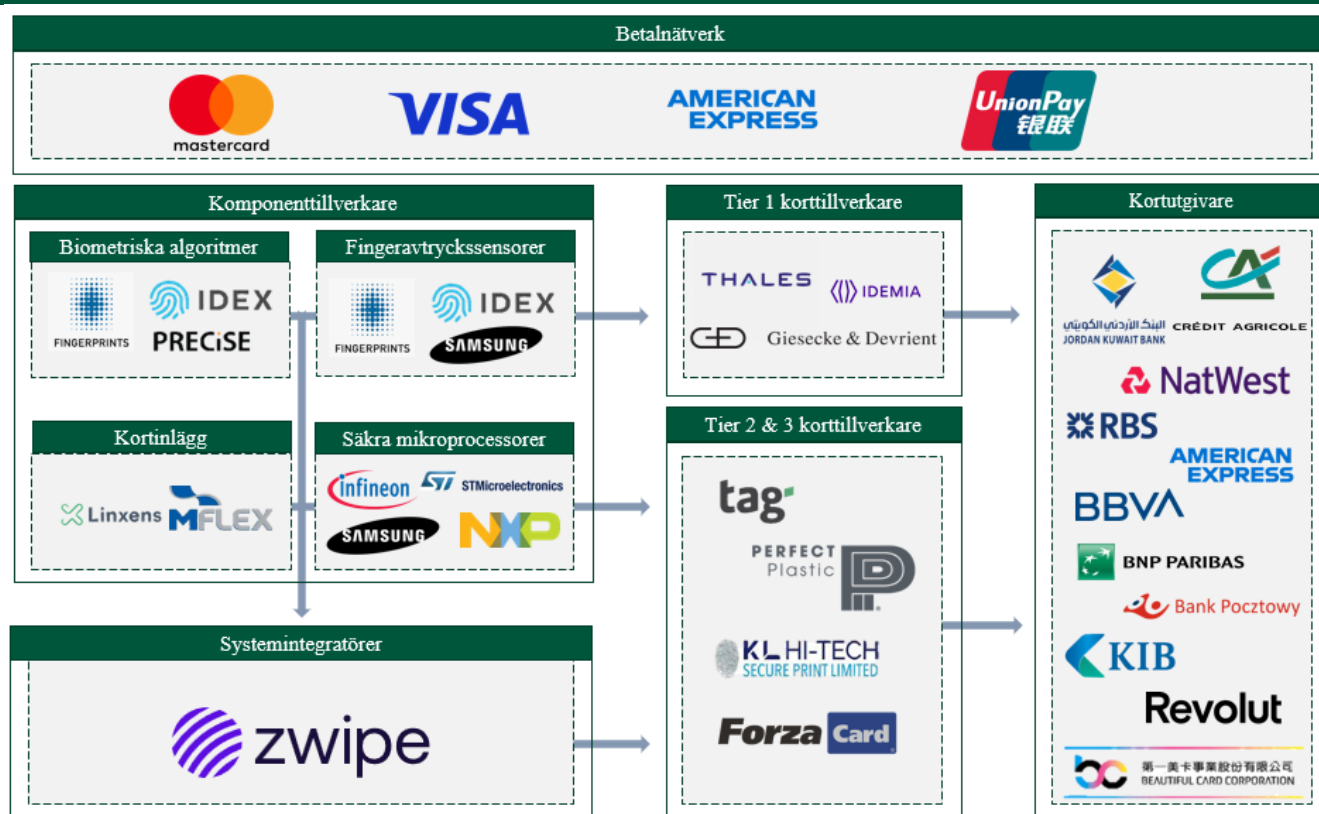
Källa: NXP, EPB

Huvuddelarna av ett EMV-kort är en säker processor (ett säkert element och en mikrokontroller) som genomför autentiseringen och ett inlägg som inkluderar en antenn som kommunicerar med betalterminalen och en kontaktplatta. Ett biometriskt kort har även en fingeravtryckssensor (Figur 12). Vi bedömer att samarbetet mellan komponenttillverkarna för att leverera en helhetslösning till korttillverkarna ökar.

Thales, Idemia och G+D integrerar systemen själva samt bedriver forskning och utveckling för att förbättra säkerheten och autentiseringen, samt tekniken och användarupplevelsen. Tier 2 och Tier 3 har dock inte samma möjligheter som Tier 1. I stället använder de systemintegratörer såsom Zwipe som därmed även agerar FoU-enheter till Tier 2 och Tier 3 (Figur 13). Det innebär att samarbeten mellan komponentleverantörer som leder fram till lösningar (som till exempel Infineon och Fingerprints Cards, Infineon och IDEX samt STMicroelectronics, Fingerprints och Linxens) kan komma att bli Zwipes främsta konkurrenter över tid.

Zwipes marknadsstrategi är att genom en kombination av push och pull bearbeta såväl korttillverkare som kortutgivare för att skapa efterfrågan för biometriska kort samt Zwipes tjänster. Den primära målgruppen kommer att vara Tier 2 eftersom Tier 1 inte har behov av systemintegratörer och eftersom Tier 3 just nu inte verkar villiga att investera i nödvändig utrustning för att tillverka biometriska kort.

Figur 13: Betalkortets ekosystem



Källa: EPB

Kontaktlösa kort växer med 5% per år kommande fem år

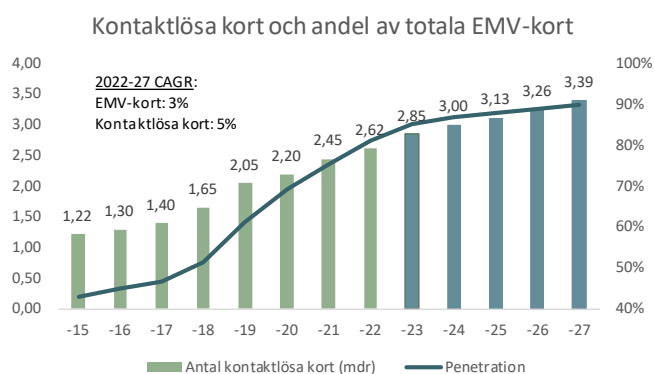
EMV-kort (Chip & PIN) introducerades i Europa 1995, vilket innebar att helt nya kassasystem (POS - Point of Sales) behövdes. Chip & Pin kom till USA 2015 vilket gav en skjuts åt tillväxten för EMVn. Samtidigt lanserades det kontaktlösa kortet i Europa 2007 och växte kraftigt de efterföljande åren. Det tog mindre än halva tiden för det kontaktlösa kortet att nå massmarknad jämfört med Chip & PIN - det tog 18 år från lansering av Chip & PIN att nå försäljning på en miljard kort jämfört med 8 år för kontaktlösa.

Enligt Eurosmart har försäljningen av Chip & PIN minskat sedan mitten av 2010-talet (Diagram 10) och kontaktlösa kort stod för över 80% av total antalet EMV 2022. Delvis på grund av chip-bristen sjönk det totala antalet smarta kort något 2022 men förväntas återhämta sig 2023. Penetrationen av kontaktlösa kort accelererade under pandemin och har fortsatt att öka efter – Eurosmart väntar sig att penetrationen kommer öka med ca 4 procentenheter 2023 till 85%.

Kontaktlösa kort introducerades 2007 och vi såg en försäljning på 60 miljoner kort 2007 och 80 miljoner 2008. Detta kan jämföras med 100 000 biometriska kort 2020 och 140 000 2021. Även om den initiala användningen har varit betydligt långsammare än för kontaktlösa kort ser vi ingen anledning till att det ska ta längre tid för biometriska kort att nå massmarknad än kontaktlösa kort. Hela ekosystemet pushar för biometriska kort samtidigt som kortutgivarna får en chans att öka kortanvändandet till förmån för mobila plånböcker – vi har sett anekdotiska bevis för att användare med biometriska kort ökar kortanvändandet.

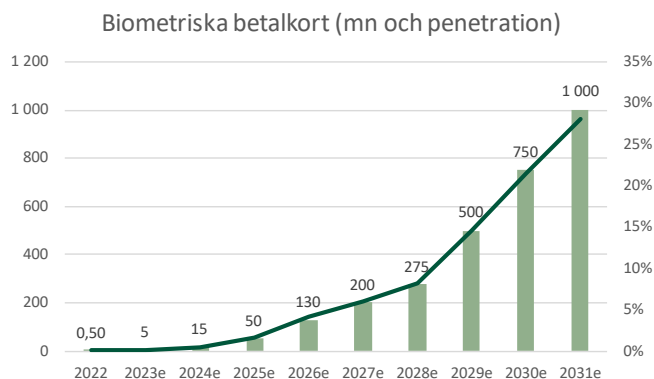
Vi beräknar att biometriska kort kommer nå en miljard 2031, åtta år efter 2023 som vi ser som basår. Under åttaårsperioden modellerar vi en gradvis ökning av marknaden för biometriska kort (Diagram 14-16).

Diagram 13: 5% CAGR för kontaktlösa kort



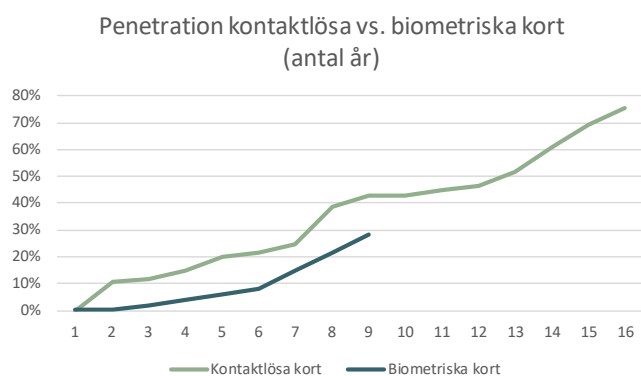
Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 14: Estimerar att betalkorten når massmarknad (en mdr kort) på åtta år



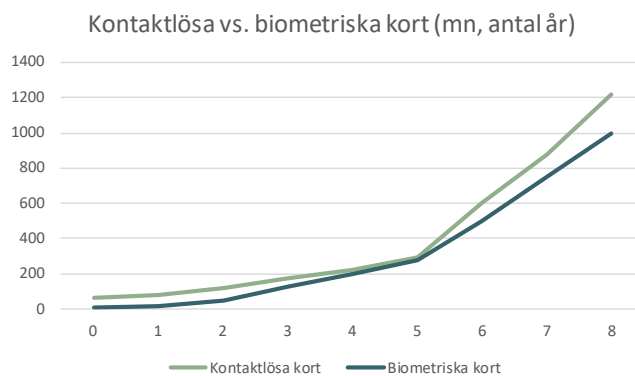
Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 15: Vi räknar med att penetrationen av biometriska kort...



Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 16: ...i stort följer de kontaktlösa kortens utveckling de första åtta åren



Källa: Eurosmart, EPB

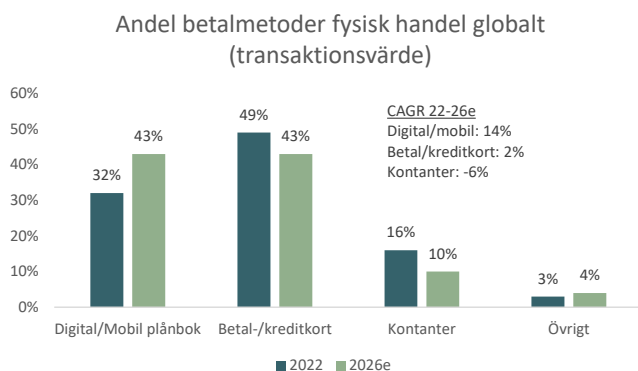
Kort och digitala plånböcker kommer komplettera varandra under överskådlig framtid

Digitaliseringen av betalningar fortsätter att växa och framför allt på bekostnad av kontanter. Enligt FIS, ett bolag som tillhandahåller tekniklösningar och tjänster till den finansiella sektorn, kommer digitala plånböckers andel av globala betalningar i fysisk handel växa från 32% 2022 till 43% 2026 medan kontanters totala andel kommer minska från 16% till 10% (Diagram 17). Även om betal- och kreditkorts andel också minskar (från 49% till 43%) ser vi låg ensiffrig tillväxt i kortens transaktionsvärde globalt.

Det är dock stor skillnad mellan regioner. Betal- och kreditkort var större än mobila plånböcker globalt 2022 men mobila plånböcker dominerar redan i Asien med 47% av betalningarna i fysisk handel (kort 21%, kontanter 15%). I Europa dominerar kort och beräknas göra så även 2026. Även om mobila plånböcker växer kraftigast beräknas korten växa med 7% per år 2022-2026 (Diagram 19-20).

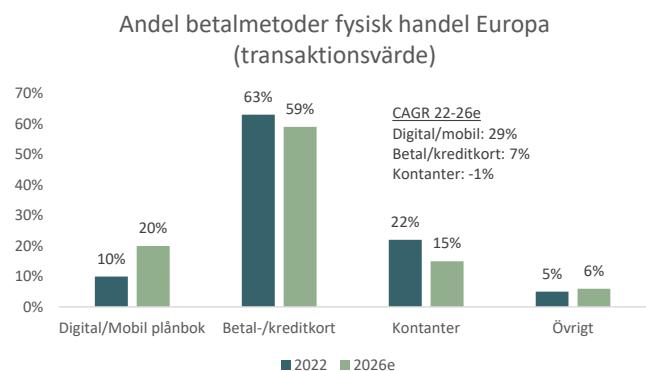
Mobila plånböckers konkurrens med kort är en av de vanligaste diskussionspunkterna och frågeställningarna vid diskussioner om biometriska kort. Data och estimat som diskuteras ovan och som visas i diagram 17-20 visar att kort kommer att komplettera mobila plånböcker under överskådlig framtid – de kommer samexistera. Dessutom är det värt att påpeka att mobila plånböcker är dominerande i Asien men att de inte har samma dominans i Europa och Nordamerika. Europa och Nordamerika är betydande marknader för betal- och kreditkort – Asien och Stilla Havet (APAC) exklusive Kina står bara för 13% av globala kortmarknaden (Diagram 22).

Diagram 17: Betal och kreditkort växer med 2% per år globalt...



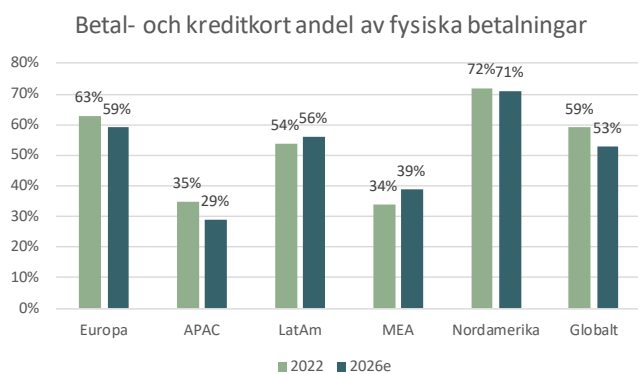
Källa: FIS, EPB

Diagram 18: ...men växer snabbare i Europa



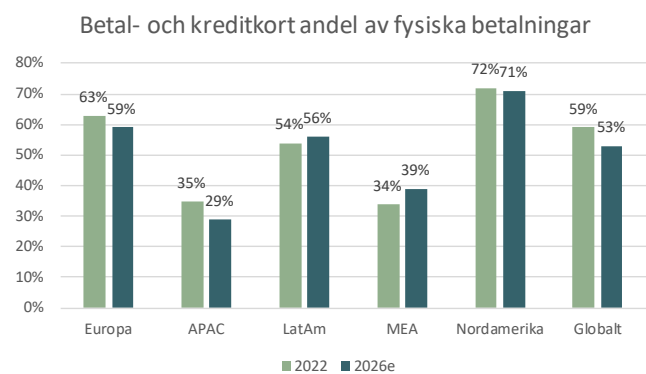
Källa: FIS, EPB

Diagram 19: Mobila plånböcker dominerar i Asien



Källa: FIS, EPB

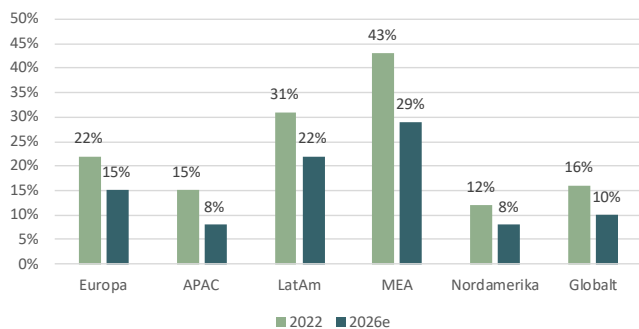
Diagram 20: Kredit- och betalkort kommer fortsätta vara starka i Europa och Nordamerika



Källa: FIS, EPB

Diagram 21: Kontanter tappar marknad i samtliga regioner

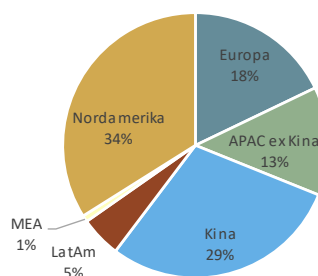
Kontanter andel av fysiska betalningar



Källa: FIS, EPB

Diagram 22: Nordamerika och Europa är viktiga kortmarknader

Andel av kortmarknaden (2022)

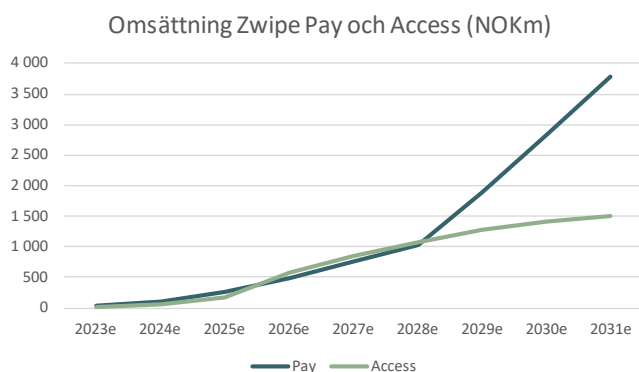


Källa: FIS, EPB

Vi värderar Zwipe till nästan NOK 11 per aktie i vår SOTP

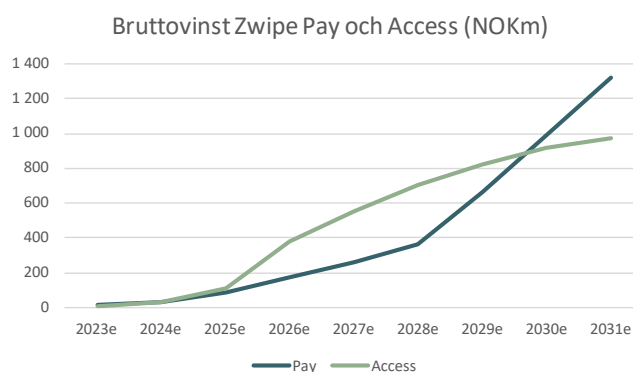
Vi tror på kraftig tillväxt i både Pay och Access 2023-2026e och enligt våra estimat är det först mot slutet av decenniet som Pay blir större än Access (Diagram 23). Bidraget till vinsten är större från Access än Pay under majoriteten av prognosperioden (Diagram 24) då bruttomarginalerna är högre (ca. 65% mot ca. 35%). Totalt ser vi en omsättning på över NOK 1 mdr 2026 mot NOK 3mn 2022.

Diagram 23: Vi bedömer att båda områdena ger likartade bidrag till omsättningen fram till slutet av decenniet...



Källa: EPB

Diagram 24: ...men att Access kommer att bidra med majoriteten av vinstbidraget under prognosperioden



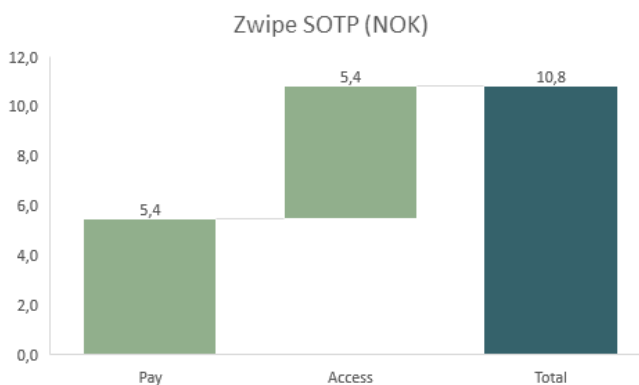
Källa: EPB

Eftersom biometri för både betal- och accesskort är oprövade är det både osäkert huruvida teknologin når massmarknad och huruvida Zwipe lyckas bli en signifikant aktör. Våra marknadsscenarios utgår från att både biometriska betal- och accesskort får kommersiellt genombrott och att de når massmarknad och vi estimerar penetrationen för båda till cirka 30% om ca. ett decennium. Vi bedömer sannolikheten för att detta sker till ca. 40% och sannolikhetsväger därför våra värden med 40% för att ta hänsyn till risken.

För att ta hänsyn till sannolikheten för att Zwipe blir en signifikant aktör diskonterar vi värdet för Pay med 25% och för Access med 15%. Vi anser att pipeline för Access indikerar att sannolikheten är högre för att de kommer kunna ta en substantiell del av marknaden än för Pay.

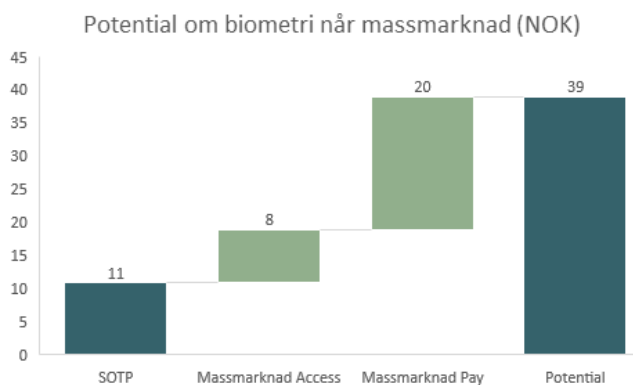
Vårt sannolikhetsvägda sammanslagna värde för Access och Pay är nästan NOK 11 per aktie (Diagram 25, vi beskriver antagandena i detalj nedan). Om det skulle stå klart att biometri skulle nå kommersiell succé och sannolikheten skulle gå till 100% skulle även diskonteringsräntan gå ned och vi ser en potential för mer än en tredubbling av värdet (Diagram 26).

Diagram 25: Vi värderar Zwipe till nästan NOK 11 per aktie i vår SOTP...



Källa: EPB

Diagram 26: ...med potentiell uppsida till över NOK 30 om båda teknologierna når massmarknad

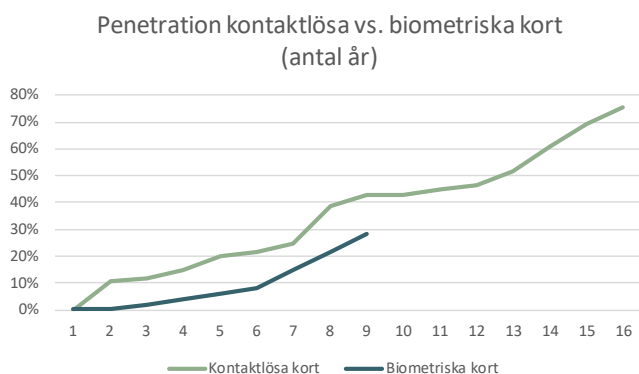


Källa: EPB

Vi värderar Zwipe Pay till NOK 5,4 per aktie...

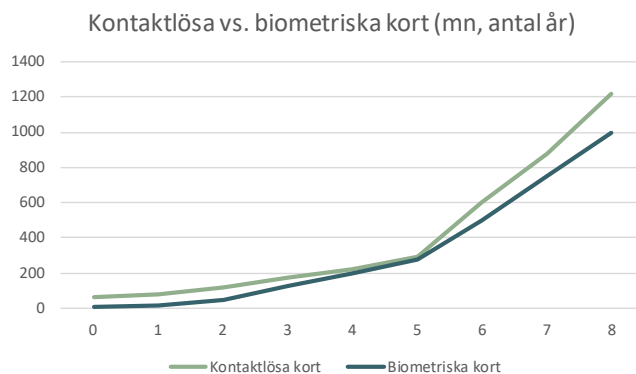
Som vi har diskuterat ovan nådde kontaktlösa kort massmarknad (dvs en miljard kort per år) på åtta år. Vi antar att även biometriska kort, som är nästa generation av EMV, kommer att nå massmarknad på åtta år (Diagram 27-28). Även om korten redan introducerats har det dock tagit längre tid än väntat att ta fart. Nu verkar dock kommersialiseringarna accelerera och vi använder 2023 som bas vilket innebär att massmarknad borde nås i början av nästa decennium. Detta innebär att biometriska kort skulle ha cirka 30% penetration 2031e (Tabell 1).

Diagram 27: Vi räknar med att penetrationen av biometriska kort...



Källa: Eurosmart, EPB

Diagram 28: ...i stort följer kontaktlösa korts utveckling de första åtta åren



Källa: Eurosmart, EPB

Vi antar vidare ASP (Average Selling Price, pris per enhet) på USD 10 i år och ser denna sjunka till USD 7 över tid (Tabell 1). Zwipes målgrupp är främst Tier 2 och Tier 3-korttillverkare och med en andel på 15-20% i denna målgrupp över tid kommer de ha 5% av den totala marknaden när den når massmarknad. Med dessa antaganden ser vi en omsättning på NOK 3,8 mdr i början av 2030-talet med gradvis tillväxt från NOK 3 mn 2022.

Tabell 1: Kraftig tillväxt det kommande decenniet

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Kontaktlösa kort (mdr)	2,6	2,9	3,0	3,1	3,2	3,3	3,4	3,4	3,5	3,6
Tillväxt, y/y	7%	9%	5%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%
Biometrisk penetration (%)	0%	0%	0%	2%	4%	6%	8%	15%	21%	28%
Biometriska kort (mn)	0,50	5,00	15	50	130	200	275	500	750	1 000
Zwipe andel	7%	7%	7%	6%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
Kort Zwipe Pay (mn)	0,03	0,35	1,1	3,0	6,5	10,0	14	25	38	50
ASP (USD)	10,0	10,0	9,0	8,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
ASP (NOK)	96	107	97,2	86,4	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6	75,6
Omsättning (NOKmn)	3,1	37	102	259	491	756	1 040	1 890	2 835	3 780

Källa: Bolaget, EPB

Eftersom bolagets verksamheter inte har nått kommersiellt genombrott än, använder vi P/S som målmultipel och vi applicerar vår multipel på 2031, vilket är det år vi antar kommersiellt genombrott, och nuvärdesberäknar sedan värdet. Då det fortfarande är osäkert både huruvida biometriska kort kommer att nå kommersiellt genombrott, samt vilken roll Zwipe kommer att få använder vi en hög diskonteringsränta (25%). Då det har tagit längre tid än väntat att bryta igenom med biometriska kort antar vi slutligen 40% sannolikhet att korten når kommersialisering och väger sedan vårt nuvärde med denna sannolikhet. Detta resulterar i ett värde på NOK 5,4 per aktie för Zwipe Pay (Tabell 2-3).

Tabell 2: Nuvärde på Zwipe Pay på NOK 9,6/aktie...

P/S	1,5
Värde dec 2030 (NOKmn)	4 253
Diskonteringsränta	25%
Nuvärde (NOKmn)	798
Antal aktier (mn)	58
Nuvärde per aktie (NOK)	13,7
NOK/SEK	0,98
Nuvärde per aktie (SEK)	13,4

Källa: EPB

Tabell 3: ...vilket blir NOK 3,9 viktat med 40% sannolikhet att biometriska kort når massmarknad

Sannolikhet att massmarknad nås	NOK	SEK
30%	4,1	4,0
40%	5,5	5,4
50%	6,8	6,7
60%	8,2	8,1
70%	9,6	9,4
80%	10,9	10,8

Källa: EPB

Vid lyckad kommersialisering och vid ett scenario där volymerna i marknaden skulle öka kraftigt skulle sannolikheten för att biometriska kort skulle nå massmarknad öka och samtidigt skulle diskonteringsräntan gå ned. Om sannolikheten för att biometriska kort till exempel går till 100% och diskonteringsräntan går till 15% skulle värdet på Zwipe Pay mer än fyrdubblas (Tabell 4).

Tabell 4: Känslighetsanalys (NOK/aktie)

		Diskonteringsränta						
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
Sannolikhet för att massmarknad nås	40%	14,2	12,0	10,2	8,7	7,4	6,4	5,5
	50%	17,8	15,0	12,8	10,9	9,3	7,9	6,8
	60%	21,4	18,1	15,3	13,0	11,1	9,5	8,2
	70%	24,9	21,1	17,9	15,2	13,0	11,1	9,6
	80%	28,5	24,1	20,4	17,4	14,8	12,7	10,9
	90%	32,1	27,1	23,0	19,6	16,7	14,3	12,3
	100%	35,6	30,1	25,5	21,7	18,6	15,9	13,7

Källa: EPB

...och Zwipe Access till NOK 5,4 per aktie

I den operationella uppdateringen för Q1 skrev bolaget att deras nordamerikanska partner, Civix, har lanserat en så kallad Proof-of-Concept (POC) på Richmonds internationella flygplats. Under kvartalet deltog bolaget på ISC West, en av de största mässorna i USA, och lämnade med mer än 20 potentiella kunder (prospects). Bolaget har mer än 15 pågående POC:ar som kommer att genomföras under de kommande månaderna. Vi räknar med en kraftig ökning av antalet kort kommande år (Tabell 5).

För enkelhetens och jämförbarhetens skulle använda vi samma horisont för Access som för Pay och har därför lagt estimat till 2031 även om vi bedömer att marknaden kommer att utvecklas helt annorlunda och att risken för lyckad kommersialisering är högre.

Vi bedömer ASP till USD 35 – enhetspriset är betydligt högre än betalkortet eftersom bolaget producerar hela kortet själva – och med antagandena i Tabell 5 ser vi en omsättning 2031 på ca NOK 1,5 mdr. Även om den är lägre än för Zwipe Pay anser vi att risken i dessa estimat är lägre.

Tabell 5: Kraftig ökning av antalet kort kommande år

	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e
Smarta accesskort (mn)	307	384	462	567	688	791	870	914	941	969
Tillgänglig marknad (mn)		69	106	159	227	261	287	302	311	320
Antal kort fokusvertikaler (mn)		9	20	43	79	96	108	117	124	132
Biometrisk penetration (%)		1%	3%	7%	14%	18%	22%	26%	30%	30%
Biometriska kort fokusvertikaler (k)		88	612	2 989	11 093	17 222	23 849	30 482	37 314	39 586
Zwipe andel		35%	25%	15%	14%	13%	12%	11%	10%	10%
Kort Zwipe Pay (mn)	1	31	153	448	1 553	2 239	2 862	3 353	3 731	3 959
ASP (USD)	35	35	35	35	35	35	35	35	35	35
ASP (NOK)	337	373	378	378	378	378	378	378	378	378
Omsättning (NOKmn)	0,2	12	58	170	587	846	1 082	1 267	1 410	1 496

Källa: EPB

Med en solid pipeline diskonterar vi värdet med en lägre diskonteringsränta än för Zwipe Pay – vi använder 15%. Med 40% sannolikhet att massmarknad nås, når vi ett värde på Zwipe Access om NOK 5,4 per aktie.

Tabell 6: Nuvärde på Zwipe Access på NOK 9,6/aktie...

P/S	1,5
Värde dec 2030 (NOKmn)	2 245
Diskonteringsfaktor	15%
Nuvärde (NOKmn)	785
Antal aktier (mn)	58
Nuvärde per aktie (NOK)	13,4
NOK/SEK	0,98
Nuvärde per aktie (SEK)	13,2

Källa: EPB

Tabell 7: ...vilket blir NOK 3,9 viktat med 40% sannolikhet att biometriska kort når massmarknad

	<u>Sannolikhet att massmarknad nås</u>	<u>NOK</u>	<u>SEK</u>
	40%	5,4	5,3
	50%	6,7	6,6
	60%	8,1	7,9
	70%	9,4	9,3
	80%	10,7	10,6

Källa: EPB

Den potentiella uppsidan för Access är mindre än för Pay eftersom vi bedömer risken som lägre och då vi därmed använder en lägre diskonteringsränta. Vi ser en möjlighet att diskonteringsräntan skulle komma ned ytterligare om kommersiellt genombrott skulle ske och om sannolikheten för att massmarknad för biometriska accesskort kommer nås ökar. Om vi antar en något lägre diskonteringsränta och 100% sannolikhet för kommersiellt genombrott och massmarknad ser vi potential för en fördubbling av värdet på Zwipe Access (Tabell 8).

Tabell 8: Känslighetsanalys (NOK/aktie)

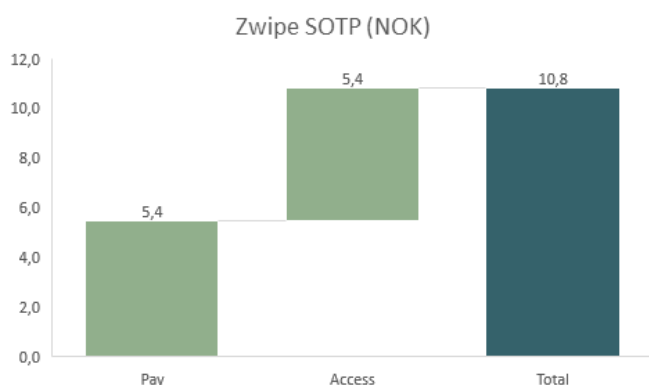
		Diskonteringsränta						
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
Sannolikhet för att massmarknad nås	40%	7,5	6,3	5,4	4,6	3,9	3,3	2,9
	50%	9,4	7,9	6,7	5,7	4,9	4,2	3,6
	60%	11,3	9,5	8,1	6,9	5,9	5,0	4,3
	70%	13,1	11,1	9,4	8,0	6,8	5,8	5,0
	80%	15,0	12,7	10,7	9,1	7,8	6,7	5,7
	90%	16,9	14,3	12,1	10,3	8,8	7,5	6,5
	100%	18,8	15,8	13,4	11,4	9,8	8,4	7,2

Källa: EPB

Nästan NOK 11 i vår SOTP med potential för fyrdubbling

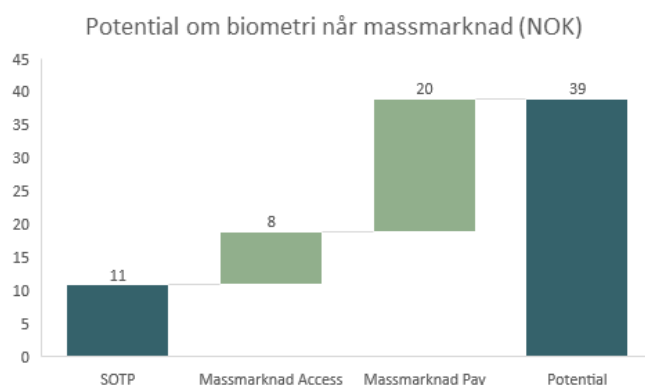
Med 40% sannolikhet att biometri för Access och Pay når massmarknad, 15% diskonteringsränta för Access och 25% för Pay får vi ett sannolikhetsvägt SOTP för hela Zwipe på nästan NOK 11 (Diagram 29). Om det skulle stå klart att biometri skulle nå kommersiell succé och sannolikheten skulle gå till 100% skulle även diskonteringsräntan gå ned och vi ser en potential för en fyrdubbling av värdet (Diagram 30).

Diagram 29: Vi värderar Zwipe till nästan NOK 11 per aktie i vår SOTP...



Källa: EPB

Diagram 30: ...med potentiell uppsida till över NOK 30 om båda teknologierna når massmarknad



Källa: EPB

Tabell 9: DCF - huvudantaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	827	Risfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	347	Riskpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
Företagsvärde (EV)	1 175	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	0,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	-122	Extra riskpremium	15,0%	Capex, % av omsättning	0,5%
Minoritetsintressen och övrigt	0	WACC	25,0%	Rörelsekapital, % av omsättning	19,2%
Eget kapital	1 297			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	58			Terminalvärde, % av EV	30%
Eget kapital per aktie	22				

Källa: EPB

Tabell 10: DCF – känslighetsanalys

WACC	Långsiktig tillväxt					WACC	Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%
15,0%	51	52	54	55	56	15,0%	43	48	54	59	64
20,0%	32	32	33	33	33	20,0%	28	30	33	35	38
25,0%	22	22	22	22	22	25,0%	20	21	22	23	25
30,0%	16	16	16	16	16	30,0%	15	15	16	17	18
35,0%	12	12	12	12	12	35,0%	11	12	12	13	13

Källa: EPB

Ägarbild, styrelse och ledning

Den största ägaren i Zwipe är Vasastaden/Niclas Eriksson och relaterade parter, som kontrollerar 16,3% av kapital och röster. Därefter följer Erik Selin Fastigheter AB med 10,7%. Den tredje största ägaren är Lars Windfeldt med 5,2% ägande. Följt av Energetic AS med 3,5% och Försäkringsaktiebolaget, Avanza Pension som kontrollerar 3% av kapital och röster.

Styrelse

Nuvarande styrelse i Zwipe består av 1+4 ordinarie styrelseledamöter (med ytterligare en styrelsemedlem föreslagen till en extra bolagsstämma) vilka presenteras nedan.

Jörgen Lantto, styrelseordförande: Inträdde i styrelsen 2016. Tidigare VD och dessförinnan Executive Vice President, CTO och strategi- och produktutvecklingschef för Fingerprint Cards AB. Före tiden på Fingerprint hade Jörgen ett brett utbud av ledande befattningar på Ericsson. Övriga uppdrag inkluderar roll som styrelseledamot i Cambridge Mechatronics Ltd, Bromma tech Consulting AB, Dirac Research AB, Wirepas Oy och Tobii AB. Oberoende i förhållande till bolaget och större aktieägare.

Dennis Jones, styrelseledamot: Inträdde i styrelsen 2018. Tidigare COO för TSYS Issuer Solutions, styrelseordförande i Paysafe PLC. Dennis har även varit styrelseordförande och haft andra exekutiva roller för större bolag i Storbritannien, USA och Kina. Oberoende i förhållande till bolaget och större aktieägare.

Tanya Juul Kjaer, styrelseledamot: Inträdde i styrelsen 2021. Tidigare haft olika produkt- och ledarskapsroller på företag som Klarna, H&M Group och iZette. Nuvarande Vice President of Product på Jus Mundi samt styrelseledamot i Yabie. Oberoende i förhållande till bolaget och större aktieägare.

Christina Örn, styrelseledamot: Inträdde i styrelsen 2023. Chef Betalningar på Länsförsäkringar Bank i Sverige. Hon har stor erfarenhet från finansindustrin, särskilt inom betalningar och kort. Christina har haft ett flertal ledarskapsroller i bolag som Länsförsäkringar Bank, Fido Consulting AB, Tieto, Visa, SEB och Nordea.

David Chew, styrelseledamot: Inträdde i styrelsen 2023. Tidigare Senior Vice President, Finance, på TSYS Issuer Solutions. Har haft ett antal olika positioner i TSYS mellan 2006 och 2023. David har också haft roller inom Fujitsu, Cincom Systems och KPMG.

Robert Jansson, föreslagen styrelseledamot (extra bolagsstämma planerad 10 juli 2023): Director Sales norra och östra Europa & Sydafrika på STid Security. Han har varit aktiv inom Identity och Access Management sedan 1998. Under sin karriär har han även haft roller som Sales och Export Manager på Solid (del av ASSA ABLOY) och HID Global i Norden.

Koncernledning

Robert Puskaric, VD: Tillträdde rollen som VD 2022. Har tidigare varit VD för Doro Group AB, Eniro Group AB och Ericsson där han även innehaft flertalet andra ledande seniora roller.

Danielle Glenn, CFO & Head of IR: Tillträdde rollen 2022. Tidigare erfarenhet från Goldman Sachs, Caxton Associates och Bywater Capital där hon var CIO och global makrohedgefondförvaltare samt Arctic Bioscience AS som CFO.

Eric Mercer, COO: Tillträdde ledningsgruppen 2018. Har tidigare erfarenhet från Intel Corporation och Cobham Semiconductor Solutions.

Patrice Meilland, Chief Strategy, Product and Marketing Officer: Tillträdde rollen 2022. Har många års erfarenhet inom halvledar-, mobil- och betalkortsindustrin från bl.a. ST Microelectronics och Ericsson.

Dr. Robert Mueller, CTO: Tillträdde ledningsgruppen 2019. Har över 20 års erfarenhet i seniora tekniska utvecklingspositioner med fokus på biometri och smartkortsteknologi från företag som bl.a. Siemens, Giesecke+Devrient, BMW och Next Biometrics.

Resultaträkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoomsättning	2	3	49	156	429	1 078
Övriga rörelseintäkter	1	1	1	1	1	1
Totala intäkter	3	4	49	157	429	1 079
Kostnad sålda varor	-1	-2	-29	-86	-228	-525
Bruttoresultat	2	2	21	71	201	554
Övriga rörelsekostnader	-83	-98	-91	-69	-75	-85
EBITDA	-75	-102	-71	2	126	469
Jämförelsestörande poster	7	-6	0	0	0	0
EBITDA, justerad	-82	-96	-71	2	126	469
Avskrivningar	-8	-2	-1	-1	-1	-1
EBITA, justerad	-90	-98	-72	0	125	467
EBIT	-83	-104	-72	0	125	467
EBIT, justerad	-90	-98	-72	0	125	467
Finansnetto	0	0	0	0	-1	0
Resultat före skatt	-83	-104	-72	0	124	467
Resultat före skatt, justerad	-90	-98	-72	0	124	467
Total skatt	0	-1	0	0	-27	-103
Nettoresultat	-83	-105	-72	0	97	364
Nettoresultat, justerad	-91	-99	-72	0	97	364
Intäktstillväxt	-	55%	>100%	>100%	>100%	>100%
Bruttomarginal	91,1%	52,5%	42,1%	45,4%	46,9%	51,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%	29,1%	43,3%
EPS, justerad	-2,66	-2,64	-1,23	0,01	1,65	6,24
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%

Källa: Zwipe, EPB

Kassaflödesanalys

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EBIT	-83	-104	-72	0	125	467
Övriga kassaflödesposter	12	5	1	1	-27	-101
Förändringar i rörelsekapital	-6	-9	-17	-18	-51	-121
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-77	-108	-87	-16	47	244
Investeringar i anläggningstillgångar	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Kassaflöde från investeringsverksamhet	-2	-1	-1	-1	-1	-1
Fritt kassaflöde	-78	-110	-89	-18	46	243
Nyemission / återköp	105	5	100	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	18	-18	0
Kassaflöde från finansieringsverksamhet	105	5	100	18	-18	0
Kassaflöde	27	-104	11	0	29	243
Nettoskuld	-152	-50	-62	-44	-90	-333

Källa: Zwipe, EPB

Balansräkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
TILLGÅNGAR						
Materiella anläggningstillgångar	3	3	3	3	3	3
Summa anläggningstillgångar	4	3	3	3	3	3
Varulager	2	10	20	23	39	75
Kundfordringar	0	2	10	31	86	216
Övriga omsättningstillgångar	5	1	1	1	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	152	50	62	62	90	333
Summa omsättningstillgångar	160	64	92	118	216	626
SUMMA TILLGÅNGAR	163	68	96	121	219	629
EGET KAPITAL OCH SKULDER						
Eget kapital	149	55	83	83	180	544
Summa eget kapital	149	55	83	83	180	544
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	18	0	0
Summa långfristiga skulder	0	0	0	18	0	0
Leverantörsskulder	1	3	3	11	30	75
Övriga kortfristiga skulder	14	10	10	10	10	10
Summa kortfristiga skulder	15	13	13	21	40	85
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	163	68	96	121	219	629

Källa: Zwipe, EPB

Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	55%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%
EPS-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	>100%	>100%
Bruttomarginal	91,1%	52,5%	42,1%	45,4%	46,9%	51,3%
EBITDA-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	1,1%	29,4%	43,4%
EBITDA-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	1,1%	29,4%	43,4%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%	29,1%	43,3%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%	29,1%	43,3%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0,2%	22,5%	33,8%

Källa: Zwipe, EPB

Avkastning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0%	74%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0%	89%	>100%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	1%	>100%	>100%

Källa: Zwipe, EPB

Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	96%	>100%	40%	15%	9%	7%
Kundfordringar / totala intäkter	3%	58%	20%	20%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	100%	>100%	12%	13%	13%	14%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	19%	12%	11%	13%	13%	14%
Rörelsekapital / totala intäkter	-298%	20%	36%	23%	20%	19%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,1x	0,6x	1,6x	2,4x	2,0x

Källa: Zwipe, EPB

Finansiell ställning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-152	-50	-62	-44	-90	-333
Soliditet	91%	81%	86%	68%	82%	86%
Nettoskulsättningsgrad	-1,0x	-0,9x	-0,7x	-0,5x	-0,5x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	2,0x	0,5x	0,9x	-24,9x	-0,7x	-0,7x

Källa: Zwipe, EPB

Aktiedata

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-2,45	-2,80	-1,23	0,01	1,65	6,24
EPS, justerad	-2,66	-2,64	-1,23	0,01	1,65	6,24
FCF per aktie	-2,31	-2,93	-1,52	-0,30	0,79	4,16
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	4,37	1,46	1,41	1,42	3,07	9,31
Antal aktier vid årets slut, m	34,0	37,4	58,4	58,4	58,4	58,4
Antal aktier efter utspädning, snitt	34,0	37,4	58,4	58,4	58,4	58,4

Källa: Zwipe, EPB

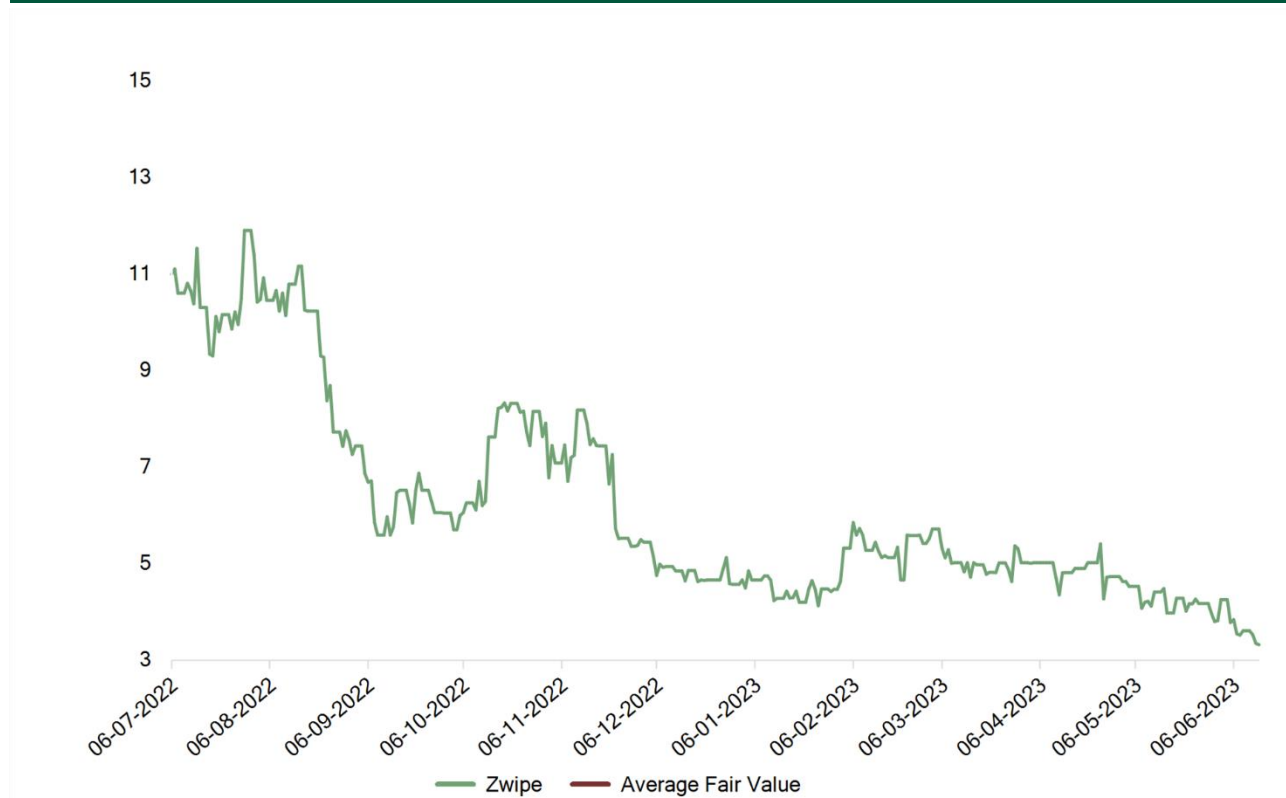
Värdering

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	598,5x	2,0x	0,5x
P/EK	6,2x	3,1x	2,3x	2,3x	1,1x	0,4x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	4,2x	0,8x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	24%	>100%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	332,0x	30,6x	1,4x	0,5x	0,2x	0,1x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	40,1x	0,6x	0,2x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	171,6x	0,6x	0,2x
EV	844	120	71	71	71	71
Aktiekurs	26,9	4,6	3,3	3,3	3,3	3,3

Källa: Zwipe, EPB

Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

Zwipe (ZWIPE NO EQUITY)



Källa: EPB, IDC

Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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