



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektronisk utrustning | Norway | 29 augusti 2023

## Zwipe

### Vi räknar med att omsättningen tar fart under H2

#### Access pipeline fortsätter accelerera...

Zwipe har 10 pågående så kallade Proof of Concept (PoC), eller koncepttest, och har ytterligare ett tiotal i pipeline för H2. Intresset för biometriska accesskort är mycket stort och accelererande, särskilt i flygplatsvertikalen men även i andra vertikaler där säkerhetsmedvetenheten är mycket hög. Vi har inte sett några intäkter från Access än, men räknar med kommersiella ordrar under H2.

#### ...medan betalkorten inte har tagit fart än, även om flera milstolpar har mötts under H1

Biometriska betalkort har tagit längre tid att ta fart än väntat, men ett flertal viktiga milstolpar har nåtts under Q2. Vi har sett två kommersiella lanseringar och ett antal samarbeten. Lanseringarna skedde sent under kvartalet och vi räknar med att intäkterna tar fart gradvis under H2. Vi ser en ökande efterfrågan för biometriska kort från korttillverkarna, särskilt i Asien.

#### Rejäl uppsida även om vi bara tar hänsyn till Access

Trots avsaknaden av intäkter under Q2 lämnar vi våra estimat oförändrade. Vi räknar med en gradvis acceleration av omsättningen under H2'23 och 2024, men räknar inte med det ordentliga genombrottet förrän 2025. Accelerationen av Access är positiv och vi bedömer att biometriska accesskort är förenad med lägre risk än betalkorten. Vi ser god uppsida i aktien även om vi enbart tar hänsyn till Access – i vår SOTP värderar vi Access till ca NOK 5 per aktie. Med våra estimat är Zwipe kassaflödespositiva i slutet av 2024 och det är viktigt att intäkterna tar fart för att minska burn-raten. Denna kommer minska med 30% från NOK 10m i månaden till NOK 7m i månaden under H2. Bolaget hade NOK 76m, i kassan vid utgången av H1.

Estimatändring				Prognos (m )				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	10,7 - 10,9 NOK												
Totala intäkter	0,0%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	4	49	157	429	Aktiekurs	2,0 NOK												
EBIT, just.	0,0%	0,0%	0,0%	Tillväxt	55%	>100%	>100%	>100%	Riskenivå	High												
EPS, just.	0,0%	0,0%	0,0%	EBITDA, just.	-96	-71	2	126	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 													
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-98	-72	0	125														
Q3 - rapport	26 oktober 2023			EPS, just.	-2,6	-1,2	0,0	1,7														
Q4 - rapport	22 februari 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
<b>Bolagsfakta (m )</b>				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	117			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	0,3%	29,1%														
Nettoskuld	-76			ROE, just.	Neg.	Neg.	0,4%	73,6%														
EV	41			ROCE, just.	Neg.	Neg.	0,5%	89,1%														
Free float	51%			EV/Sales	30,6x	0,8x	0,3x	0,1x														
Daglig handelsvolym, snitt	33k			EV/EBITDA	-	-	23,1x	0,3x														
Bloomberg Ticker	ZWIPE NO EQUITY			EV/EBIT	-	-	99,0x	0,3x														
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	-	-	362,7x	1,2x	<b>Intressekonflikter</b> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td>✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td>✓</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m	✓	
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m	✓																					
Markus Almerud				P/EK	3,1x	1,4x	1,4x	0,7x														
markus.almerud@penser.se				FCF yield	-	-	-	39%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,5x	0,9x	-24,9x	-0,7x														

## 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 och då den personliga informationen sparas lokalt på kortet vilket minskar databashantering. 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 kort 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 så 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 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, men då slutkunden för Access är företag medan slutkunden för Pay är en konsument ser vi sannolikheten att teknologin tar fart som lägre 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.

## Halvåret i korthet

### Betalkorten har inte tagit fart än, men efterfrågan ökar, framför allt i Asien

Biometrisk betalkort har ännu inte sett sitt kommersiella genombrott och Zwipe rapporterade intäkter på NOK 1,7m, varav majoriteten var i Q1. Även om intäkterna fortfarande är i princip obefintliga finns tecken på acceleration i H2 och bolaget nådde ett antal kritiska milstolpar för betalkorten under kvartalet:

- Två kommersiella lanseringar – ett med Visa och ett med Mastercard
- Nya partnerskap med korttillverkare och personifieringsbyråer, framför allt i Asien
- Lansering av marknadens första mobila registreringslösning

Kuwait International Bank (KIB) och Middle East Payment Services (MEPS) lanserade kort baserade på Zwipes teknologi under Q2 och även om vi hittills inte har sett några intäkter från dessa räknar vi med att se detta under H2. Efter lanseringen av KIB:s kort i maj på Seamless Dubai, ett av världens största events för betalningar och fintech-innovationer, har ett flertal korttillverkare, betalningsprocessorer och personifieringar kontaktat Zwipe för att lansera program för biometrisk kort. Under Q3 tecknade även bolaget ett partnerskap med en stor japansk korttillverkare och ett andra avtal med en taiwanesisk partner. Efterfrågan ökar i framför allt Asien.

Under kvartalet har bolaget fortsatt den utveckling av erbjudandet som påbörjades under H2'22. Utvecklingen har lett till förseningar i pågående piloter och har gjort att nya piloter har varit långsammare än väntat. Samtidigt ser bolaget tecken på att nya kunder tenderar att hoppa över pilotfasen och gå direkt till kommersialisering.

### Access ser fortsatt accelererande momentum

Under första halvåret har Zwipe påbörjat ett flertal s.k. proofs of concept (POC) i målvertikalerna i Europa och USA. De har nu ett tiotal POC:ar pågående med ytterligare ett tiotal i pipeline för H2. Det är sannolikt att vi kommer att se kommersiella ordrar för H2. Under kvartalet har även ett flertal partnerskap ingåtts.

En av de viktigaste POC:arna är den på Richmond International Airport som genomförs tillsammans med Zwipes partner Civix. Intresset för biometrisk accesskort är stort och i synnerhet i flygplatsvertikalen.

### Omstruktureringsprogrammet sänker kostnaderna med NOK 35m per år i årstakt

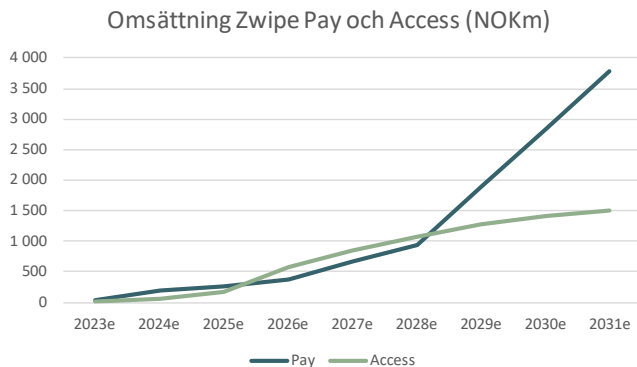
Bruttomarginalen steg från 10% i H1'22 till 30%, men sjönk från 2022 års 45%. EBITDA kom in på NOK -55m, jämfört med NOK -47m i H1'22. Som en följd av att marknaderna har tagit längre tid än väntat att ta fart och då utvecklingen av plattformen i princip är klar lanserades ett kostnadsbesparingsprogram som ska sänka kostnaderna med NOK 35m i juni. Besparingarna kommer ha successiv påverkan och kommer att ha full effekt vid slutet av året.

Genomsnittlig burn-rate var nästan NOK 10m per månad under H1'23, vilket är högre än ca NOK 8m i H1'22. Burn-raten kommer att minska med 30% under H2 som en följd av omstruktureringsprogrammet. Bolaget hade NOK 76m i kassan i slutet av perioden.

## Värdering

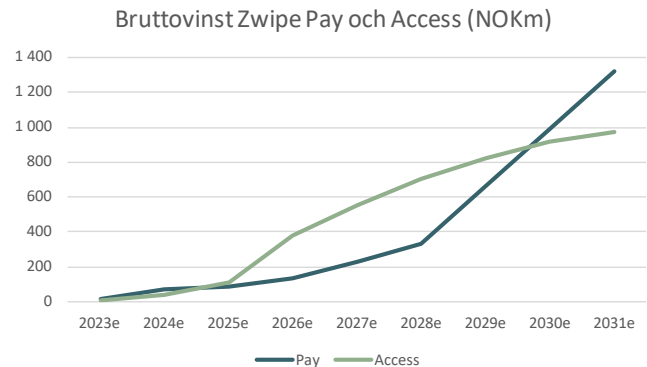
Även om vi tror på kraftig tillväxt i både Pay och Access 2023-2024e är det först 2025-2026e som Access har en tillräckligt stor bas för att accelerationen ska ge ett ordentligt avtryck. Pay accelererar från 2026e och ger ett större bidrag till koncernens omsättning från 2028e (Diagram 1). Bidraget till vinsten är större från Access än Pay under majoriteten av prognosperioden (Diagram 2) då bruttomarginalerna är högre (ca. 65% mot ca. 35%). Totalt ser vi en omsättning på nästan NOK 1 mdr 2026 mot NOK 3m 2022.

Diagram 1: Vi bedömer att båda områdena ger likartade bidrag till omsättningen fram till slutet av decenniet...



Källa: EPB

Diagram 2: ...men att Access kommer att bidra med majoriteten av vinstbidraget under prognosperioden



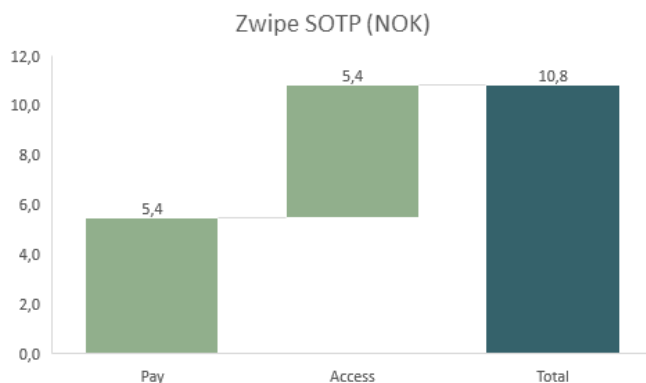
Källa: EPB

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.

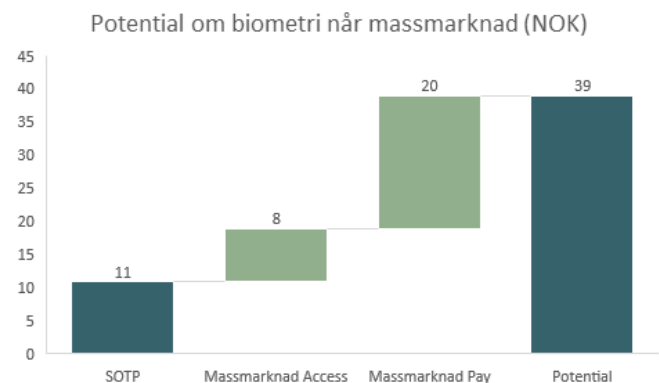
Vårt sannolikhetsvägda sammanslagna värde för Pay och Access är nästan NOK 11 per aktie (Diagram 3). Om det skulle stå klart att biometri skulle nå kommersiell succé och sannolikheten skulle gå till 100% skulle även diskonteringsräntan gå ned och vi ser en potential för mer än en tredubbling av värdet (Diagram 4).

Diagram 3: Vi värderar Zwipe till nästan NOK 11 per aktie i vår SOTP...



Källa: EPB

Diagram 4: ...med potentiell uppsida till över NOK 30 om båda teknologierna når massmarknad



Källa: EPB

Tabell 1: Känslighetsanalys Zwiipe Pay (NOK/aktie)

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

Källa: EPB

Tabell 2: Känslighetsanalys Zwiipe Access (NOK/aktie)

		Diskonteringsränta						
		10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
Sannolikhet rör 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

Tabell 3: DCF - huvudantaganden och slutsatser

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	856	Risikfri ränta	2,5%	Långsiktig tillväxt	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	359	Risikpremium	5,5%	Långsiktig EBIT-marginal	15,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 216</b>	Småbolagspremium	2,0%	Avskrivningar, % av omsättning	0,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	-76	Extra riskpremium	15,0%	Capex, % av omsättning	0,5%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>25,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	19,2%
<b>Eget kapital</b>	<b>1 291</b>			Skattesats	22%
Antal utstående aktier, full utspädning	58			Terminalvärde, % av EV	30%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>22</b>				

Källa: EPB

Tabell 4: DCF - känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt					Långsiktig EBIT-marginal					
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	10,0%	12,5%	15,0%	17,5%	20,0%	
WACC	15,0%	52	53	54	55	56	15,0%	43	49	54	59	64
	20,0%	32	32	33	33	34	20,0%	28	30	33	35	38
	25,0%	22	22	22	22	22	25,0%	19	21	22	23	25
	30,0%	16	16	16	16	16	30,0%	14	15	16	17	17
	35,0%	12	12	12	12	12	35,0%	11	12	12	12	13

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>49</b>	<b>156</b>	<b>429</b>	<b>1 078</b>
Övriga rörelseintäkter	1	1	1	1	1	1
<b>Totala intäkter</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>49</b>	<b>157</b>	<b>429</b>	<b>1 079</b>
Kostnad sålda varor	-1	-2	-29	-86	-228	-525
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>21</b>	<b>71</b>	<b>201</b>	<b>554</b>
Övriga rörelsekostnader	-83	-98	-91	-69	-75	-85
<b>EBITDA</b>	<b>-75</b>	<b>-102</b>	<b>-71</b>	<b>2</b>	<b>126</b>	<b>469</b>
Jämförelsestörande poster	7	-6	0	0	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>-82</b>	<b>-96</b>	<b>-71</b>	<b>2</b>	<b>126</b>	<b>469</b>
Avskrivningar	-8	-2	-1	-1	-1	-1
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-90</b>	<b>-98</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>125</b>	<b>467</b>
<b>EBIT</b>	<b>-83</b>	<b>-104</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>125</b>	<b>467</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-90</b>	<b>-98</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>125</b>	<b>467</b>
Finansnetto	0	0	0	0	-1	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-83</b>	<b>-104</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>124</b>	<b>467</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-90</b>	<b>-98</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>124</b>	<b>467</b>
Total skatt	0	-1	0	0	-27	-103
<b>Nettoresultat</b>	<b>-83</b>	<b>-105</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>97</b>	<b>364</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-91</b>	<b>-99</b>	<b>-72</b>	<b>0</b>	<b>97</b>	<b>364</b>
<i>Intäktstillväxt</i>	-	55%	>100%	>100%	>100%	>100%
<i>Bruttomarginal</i>	91,1%	52,5%	42,1%	45,4%	46,9%	51,3%
<i>EBIT-marginal, justerad</i>	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%	29,1%	43,3%
<i>EPS, justerad</i>	-2,66	-2,64	-1,23	0,01	1,65	6,24
<i>EPS-tillväxt, justerad</i>	-	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
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-77</b>	<b>-108</b>	<b>-87</b>	<b>-16</b>	<b>47</b>	<b>244</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-2	-1	-1	-1	-1	-1
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-2</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-78</b>	<b>-110</b>	<b>-89</b>	<b>-18</b>	<b>46</b>	<b>243</b>
Nyemission / återköp	105	5	100	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	18	-18	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>105</b>	<b>5</b>	<b>100</b>	<b>18</b>	<b>-18</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>27</b>	<b>-104</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>29</b>	<b>243</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-152</b>	<b>-50</b>	<b>-62</b>	<b>-44</b>	<b>-90</b>	<b>-333</b>

Källa: Zwipe, EPB

## Balansräkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Materiella anläggningstillgångar	3	3	3	3	3	3
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
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
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>160</b>	<b>64</b>	<b>92</b>	<b>118</b>	<b>216</b>	<b>626</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>163</b>	<b>68</b>	<b>96</b>	<b>121</b>	<b>219</b>	<b>629</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	149	55	83	83	180	544
<b>Summa eget kapital</b>	<b>149</b>	<b>55</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>180</b>	<b>544</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	18	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Leverantörsskulder	1	3	3	11	30	75
Övriga kortfristiga skulder	14	10	10	10	10	10
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>21</b>	<b>40</b>	<b>85</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>163</b>	<b>68</b>	<b>96</b>	<b>121</b>	<b>219</b>	<b>629</b>

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%
Nettoskultsättningsgrad	-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

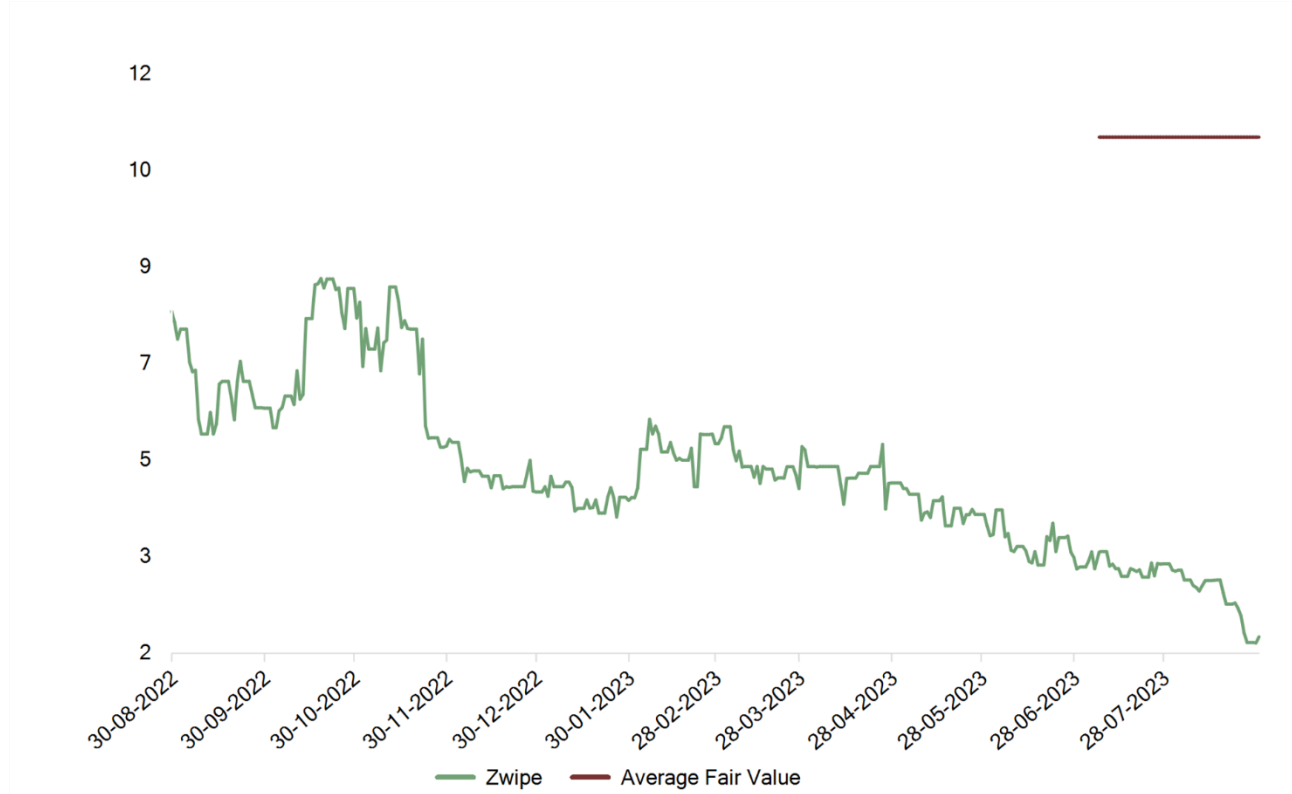
	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	362,7x	1,2x	0,3x
P/EK	6,2x	3,1x	1,4x	1,4x	0,7x	0,2x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	2,5x	0,5x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	39%	>100%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	332,0x	30,6x	0,8x	0,3x	0,1x	0,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	23,1x	0,3x	0,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	99,0x	0,3x	0,1x
EV	844	120	41	41	41	41
Aktiekurs	26,9	4,6	2,0	2,0	2,0	2,0

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 (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 fransäger 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.

Det angivna motiverade värdet ska inte tolkas som en riktkurs vid en viss tidpunkt, utan är ett teoretiskt framräknat värde som det analyserade bolaget skulle kunna värderas till, givet att alla våra antaganden visar sig vara korrekta, och att inga oförutsedda negativa aspekter tillkommer. Det är inte ovanligt att aktiemarknaden värderar ett bolag till kraftig rabatt eller med premium mot ett teoretiskt framräknat värde. Det finns således ingen garanti för att aktien kommer att handlas till vårt framräknade motiverade värde, även om våra antaganden visar sig vara korrekta.

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 berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument 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](http://www.penser.se)