



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Elektronisk utrustning | Norway | 08 november 2023

## Zwipe

### Fortsatt hög efterfrågan för Access

#### Hög sannolikhet för att de runt femtio pågående dialogerna driver momentum när vi går in i 2024...

Penetrationen av biometriska betalkort fortsätter ta tid, men vi bedömer att marknaden är nära en brytpunkt. De 20-tal partnerskap som Zwipe har, har mynnat ut i ett 50-tal förhandlingar med potentiella användare. I Europa är intresset från neobankerna och fintechs fortsatt högt och en större nordisk bank har tagit nästa steg i sin pilot och har adderat Zwipes mobila certifieringsapplikation till sin internetbank. Vi räknar med att se en acceleration av intäkterna inom Pay under kommande kvartal.

#### ...och efterfrågan för Access är fortsatt hög

Intresset för biometriska accesskort är fortsatt högt och det har dessutom visat sig att de hjälper bolag att bli kompatibla med EU:s NIS2-direktiv. Bland de som testar lösningen återfinns en av de tre största molnleverantörerna i världen, Berkshire Hathaway Energy Group och Prosegur i Brasilien. De tester och dialoger som pågår visar reell efterfrågan för Zwipes lösning och vi räknar även här med att se en acceleration av försäljningen kommande kvartal.

#### Kostnadsbesparingarna kommer förbättra kassaflödet

Under Q3 var kassaflödet NOK -9m per månad. I takt med att besparingarna får full effekt under Q4 bedömer vi att det negativa kassaflödet kommer minska till NOK 5-6m per månad. Kassan var NOK 48m i slutet av Q3. Hur länge denna räcker kommer bero på hur snabbt de dialoger och tester som pågår kan konverteras till ordrar och försäljning. Vi håller våra estimat för 2024-25 i stort oförändrade, vilket gör att även vårt motiverade värde är oförändrat.

Estimatändring				Prognos (m)				Värde och risk														
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	10,7 - 10,9 NOK												
Totala intäkter	-84,5%	0,0%	0,0%	Totala intäkter	4	8	157	429	Aktiekurs	1,3 NOK												
EBIT, just.	-23,5%	0,0%	0,0%	Tillväxt	55%	94%	>100%	>100%	Riskenivå	High												
EPS, just.	-23,5%	0,0%	-0,9%	EBITDA, just.	-96	-88	2	126	<b>Kursutveckling 12 mån</b> 													
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-98	-89	0	125														
Q4 - rapport	22 februari 2024			EPS, just.	-2,6	-1,5	0,0	1,6	<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	✓																					
Q1 - rapport	25 april 2024			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	>100%														
<b>Bolagsfakta (NOKm)</b>				EK/aktie	1,5	1,1	1,1	2,8														
Antal aktier	58m			Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0														
Börsvärde	73			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	0,3%	29,1%														
Nettoskuld	-48			ROE, just.	Neg.	Neg.	0,5%	84,1%														
EV	25			ROCE, just.	Neg.	Neg.	0,5%	93,3%														
Free float	51%			EV/Sales	30,6x	3,2x	0,2x	0,1x														
Daglig handelsvolym, snitt	30k			EV/EBITDA	Neg.	-0,3x	14,0x	0,2x														
Bloomberg Ticker	ZWIPE NO EQUITY			EV/EBIT	Neg.	-0,3x	59,9x	0,2x														
<b>Analytiker</b>				P/E, just.	-1,7x	-0,8x	226,7x	0,8x														
Markus Almerud				P/EK	3,1x	1,1x	1,1x	0,5x														
markus.almerud@penser.se				FCF yield	-64%	-115%	-54%	62%														
				Nettoskuld/EBITDA	0,5x	0,8x	-15,4x	-0,6x														

## 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 att 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, 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.

## Kvartalet i korthet

### Troligt att åtminstone en del av de femtiotal pågående diskussionerna kommer materialiseras i intäkter

Penetrationen av biometriska kort fortsätter gå långsammare än väntat, men även om timingen är osäker bedömer vi att marknaden är nära brytpunkt. Zwipe har nu fler än 20 partnerskap i APAC, Europa, Nord- och Sydamerika samt Mellanöstern. Dessa partner för i sin tur samtal med fler än 50 potentiella utgivare.

Under kvartalet tecknade Zwipe en första order från en japansk korttillverkare för demoutrustning så att de kan demonstrera funktionaliteten för sina kunder. De har även fått order för demoutrustning från korttillverkare i Indonesien, Taiwan och Indien. Även om orderarna är små är förhoppningen att de kan leda till acceleration i regionen. Det pågår ett flertal förhandlingar om piloter och mjuka lanseringar i APAC.

I Europa fortsätter ett antal neobanker och fintechs att visa intresse för biometriska betalkort och det är sannolikt att dessa kommer vara föregångare i utvecklingen i Europa. Exempelvis pågår ett tiotal diskussioner med Brittiska fintechs. Under fjärde kvartalet kommer franska fintechs vara i fokus. En stor bank i Norden har gått in i en sista pilotfas under kvartalet och har adderat Zwipes mobila certifieringsapplikation i sin internetbank. Vi bedömer att denna kommer rullas ut under början av 2024.

### Hög aktivitet inom Access

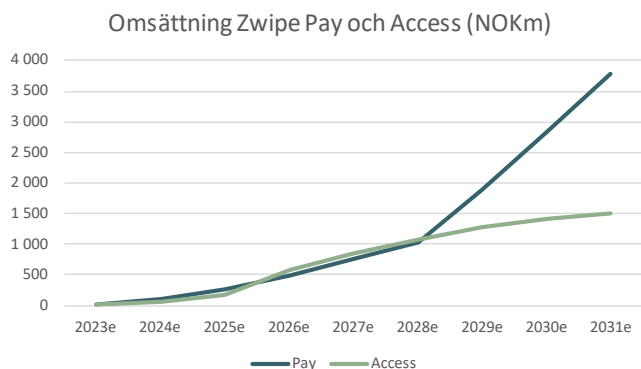
Inom Access fortsätter vi se hög aktivitet. Under kvartalet levererade Zwipe demoutrustning till fler än tio välkända globala partner som har data-centers, hälsovårdsinrättningar, flygplatser, myndigheter och kritisk infrastruktur som kunder. Dessutom har det visat sig att det biometriska passerkortet hjälper bolag att bli kompatibla med EU:s NIS2-direktiv som började gälla 2023. Ytterligare cybersäkerhetsregler kommer börja gälla i oktober 2024.

Övrig utveckling under kvartalet inkluderar:

- MC Dean, en integratör för verksamhetskritiska organisationer, testar Zwipes biometriska accesskort för en av de tre största moln- och datacentersleverantörerna
- Berkshire Hathaway Energy Group, en av USA:s största elbolag, testar Zwipes biometriska accesskort
- Piloten på Richmonds flygplats har fortskridit och slutrapporten och rekommendationen till andra flygplatser kommer offentliggöras under Q4
- I Latinamerika har Prosegur i Brasilien testat accesskortet extensivt
- I Sverige har AWT, ett högkvalitativt säkerhetsföretag, fått en mindre order för kort till ett globalt topp 100-tech-bolags huvudkontor

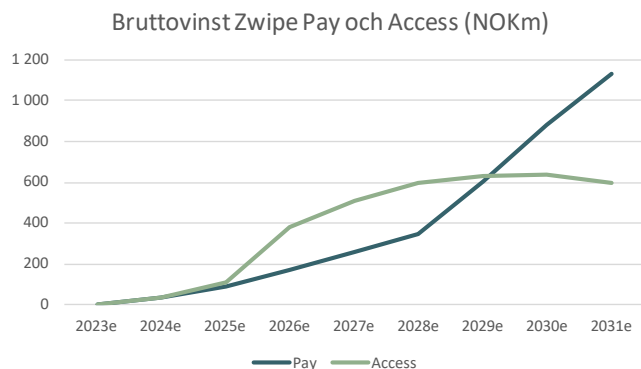
## Värdering

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



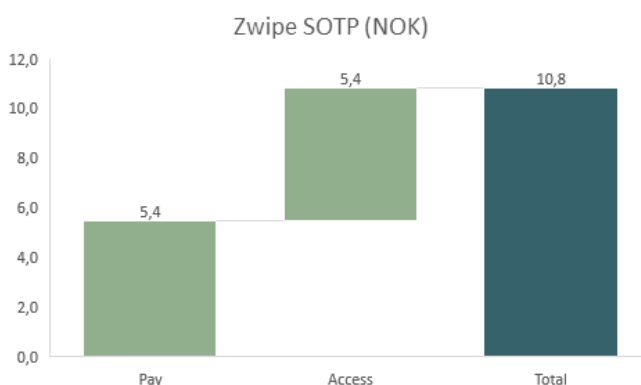
Källa: EPB

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



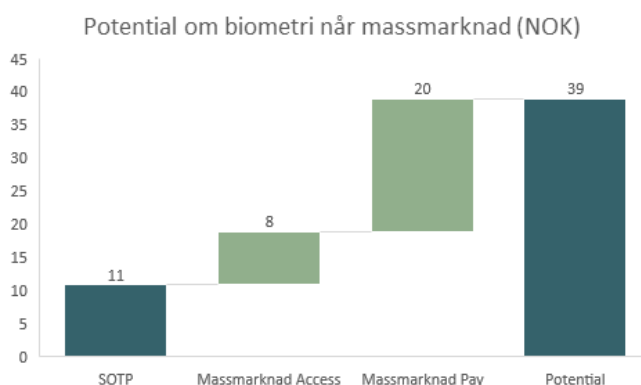
Källa: EPB

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 Zwipe 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 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

Tabell 3: DCF - huvudantaganden och slutsatser

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	Risikfri ränta	Långsiktig tillväxt
885	2,5%	3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	Riskpremium	Långsiktig EBIT-marginal
375	5,5%	15,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	Småbolagspremium	Avskrivningar, % av omsättning
<b>1 260</b>	2,0%	0,5%
Nettoskuld, senast rapporterad	Extra riskpremium	Capex, % av omsättning
-48	15,0%	0,5%
Minoritetsintressen och övrigt	<b>WACC</b>	Rörelsekapital, % av omsättning
0	<b>25,0%</b>	19,2%
<b>Eget kapital</b>		Skattesats
<b>1 308</b>		22%
Antal utstående aktier, full utspädning		Terminalvärde, % av EV
58		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%
15,0%	53	54	55	56	57	44	49	55	60	65
20,0%	33	33	33	34	34	28	31	33	36	38
<b>WACC 25,0%</b>	22	22	22	23	23	<b>25,0%</b>	20	21	22	24
30,0%	16	16	16	16	16	30,0%	14	15	16	17
35,0%	12	12	12	12	12	35,0%	11	12	12	12

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>7</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>8</b>	<b>157</b>	<b>429</b>	<b>1 079</b>
Kostnad sålda varor	-1	-2	-4	-86	-228	-525
<b>Bruttoresultat</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>4</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>-88</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>-88</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>-89</b>	<b>0</b>	<b>125</b>	<b>467</b>
<b>EBIT</b>	<b>-83</b>	<b>-104</b>	<b>-89</b>	<b>0</b>	<b>125</b>	<b>467</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-90</b>	<b>-98</b>	<b>-89</b>	<b>0</b>	<b>125</b>	<b>467</b>
Finansnetto	0	0	0	0	-2	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-83</b>	<b>-104</b>	<b>-89</b>	<b>0</b>	<b>123</b>	<b>467</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-90</b>	<b>-98</b>	<b>-89</b>	<b>0</b>	<b>123</b>	<b>467</b>
Total skatt	0	-1	0	0	-27	-103
<b>Nettoresultat</b>	<b>-83</b>	<b>-105</b>	<b>-89</b>	<b>0</b>	<b>96</b>	<b>364</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-91</b>	<b>-99</b>	<b>-89</b>	<b>0</b>	<b>96</b>	<b>364</b>
<i>Intäktstillväxt</i>	-	55%	94%	>100%	>100%	>100%
<i>Bruttomarginal</i>	91,1%	52,5%	51,4%	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	-1,52	0,01	1,64	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	-89	0	125	467
Övriga kassaflödesposter	12	5	1	1	-28	-101
Förändringar i rörelsekapital	-6	-9	5	-40	-51	-121
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>-77</b>	<b>-108</b>	<b>-82</b>	<b>-38</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>-84</b>	<b>-40</b>	<b>45</b>	<b>243</b>
Nyemission / återköp	105	5	100	0	0	0
Förändring av skulder	0	0	0	40	-40	0
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>105</b>	<b>5</b>	<b>100</b>	<b>40</b>	<b>-40</b>	<b>0</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>27</b>	<b>-104</b>	<b>16</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>243</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-152</b>	<b>-50</b>	<b>-67</b>	<b>-27</b>	<b>-72</b>	<b>-315</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	3	23	39	75
Kundfordringar	0	2	1	31	86	216
Övriga omsättningstillgångar	5	1	1	1	1	1
Likvida medel och kortfristiga placeringar	152	50	67	67	72	315
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>160</b>	<b>64</b>	<b>72</b>	<b>123</b>	<b>198</b>	<b>608</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>163</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>126</b>	<b>201</b>	<b>611</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	149	55	66	66	162	526
<b>Summa eget kapital</b>	<b>149</b>	<b>55</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>162</b>	<b>526</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	0	40	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Leverantörsskulder	1	3	0	11	30	75
Övriga kortfristiga skulder	14	10	10	10	10	10
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>21</b>	<b>40</b>	<b>85</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>163</b>	<b>68</b>	<b>76</b>	<b>126</b>	<b>201</b>	<b>611</b>

Källa: Zwipe, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	-	55%	94%	>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%	51,4%	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%	22,3%	33,8%

Källa: Zwipe, EPB

## Avkastning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0%	84%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	0%	93%	>100%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	2%	>100%	>100%

Källa: Zwipe, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	96%	>100%	37%	15%	9%	7%
Kundfordringar / totala intäkter	3%	58%	18%	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%	-60%	23%	20%	19%
Kapitalomsättningshastighet	0,0x	0,1x	0,1x	1,5x	2,7x	2,1x

Källa: Zwipe, EPB

## Finansiell ställning

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-152	-50	-67	-27	-72	-315
Soliditet	91%	81%	87%	52%	80%	86%
Nettoskultsättningsgrad	-1,0x	-0,9x	-1,0x	-0,4x	-0,4x	-0,6x
Nettoskuld / EBITDA	2,0x	0,5x	0,8x	-15,4x	-0,6x	-0,7x

Källa: Zwipe, EPB

## Aktiedata

	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
EPS	-2,45	-2,80	-1,52	0,01	1,64	6,24
EPS, justerad	-2,66	-2,64	-1,52	0,01	1,64	6,24
FCF per aktie	-2,31	-2,93	-1,43	-0,68	0,77	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	1,12	1,13	2,77	9,01
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

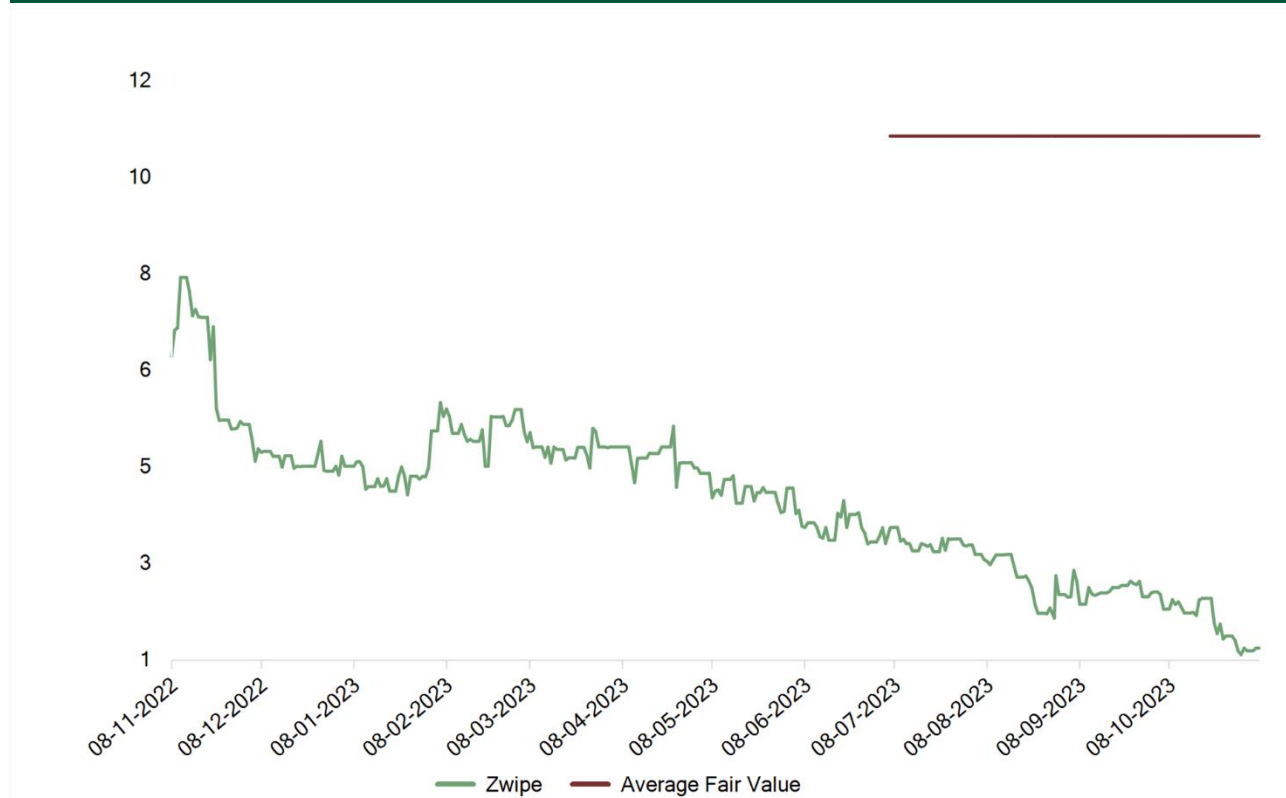
	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	226,7x	0,8x	0,2x
P/EK	6,2x	3,1x	1,1x	1,1x	0,5x	0,1x
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,6x	0,3x
FCF-yield	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	62%	>100%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	332,0x	30,6x	3,2x	0,2x	0,1x	0,0x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	Neg.	-0,3x	14,0x	0,2x	0,1x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	-0,3x	59,9x	0,2x	0,1x
EV	844	120	25	25	25	25
Aktiekurs	26,9	4,6	1,3	1,3	1,3	1,3

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 fransäger 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.

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 kraftigt 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 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 informations spridning, 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](http://www.penser.se)