

## Viktig milstolpe uppnådd under kvartalet

### Uppnår viktig certifiering från Visa

Zwipe släppte nyligen sin operationella uppdatering för det första kvartalet, en period som varit händelserik för bolaget. Den största milstolpen publicerades i slutet av mars, då Zwipe erhöll ett Letter of Approval av den amerikanska korttillverkaren Visa. Godkännandet innebär i praktiken att Zwipes kunder nu själva kan söka certifiering från Visa för sina biometriska betalkort baserade på Zwipes plattform. Kort efter detta tillkännagav korttillverkaren Beautiful Card Corporation (BCC) att de mottagit ett godkännande från Visa och även TAG Systems mottog samma godkännande några dagar senare. Godkännandet från Visa innebär att ett stort hinder på vägen mot kommersialisering nu undanröjts och innebär också att Zwipes kunder nu kan inleda storskalig försäljning av biometriska betalkort.

### Fortsatt högt tempo

Trots blygsam omsättning under kvartalet, på 0,6 miljoner NOK (0,3), har kvartalet varit händelserikt för Zwipe med många nya samarbetsavtal. Dessa är bland annat avtalet med K2 för utrullning av biometriska betalkort i MEA-regionen och Frankrike, avtal med kortföretaget Modularsoft för den malaysiska marknaden, ett avtal med det indiska teknikbolaget Skarn Robotics, avtal med australienska korttillverkaren Placard (årlig totalvolym 100m kort), pilotavtal med den libyska banken Mediterranean samt tre olika piloter i Jordanien och Irak. Utöver detta har bolaget även ingått partnerskap med både flygplatsoperatören Fraport samt LEGIC, två viktiga milstolpar för bolagets nya affärsområde. Bolaget själva uppger att intresset för det nya affärsområdet, Zwipe Access, är stort och potentialen hos bolagets nya partners är stor där exempelvis Fraport är en av världens ledande flygplatsoperatörer och LEGIC har omkring 100 000 installerade system runt om i världen.

### Förstärker organisationen

I takt med att kommersialiseringssfasen närmar sig har bolaget gjort flera betydande rekryteringar. Under kvartalet tillkännagav Zwipe Danielle Glenn som ny CFO och IR-ansvarig. Danielle Glenn kommer senast från en roll som CFO på Arctic Bioscience AS, ett norskt biotechbolag där hon bland annat varit inblandad i bolagets IPO till ett värde av 300 miljoner NOK i februari 2021. Danielle Glenn kommer spela en viktig roll i bolagets nästa fas där internationell kommersialisering och massproduktion står på agendan. Efter kvartalet tillkännagav bolaget även rekryteringen av Patrice Meilland som Chief Strategy & Product Officer. Patrice Meillands fokus kommer vara strategiska partnerskap och han kommer senast från en ledande roll på kortföretaget Idemia och har en lång bakgrund från ledande positioner inom bland annat betal- och chippbranschen. Bolagets förmåga att attrahera flera branschledande talanger är ett styrketecken och ett bevis på både kompetensen och teknologin som finns hos Zwipe.

### Zwipe

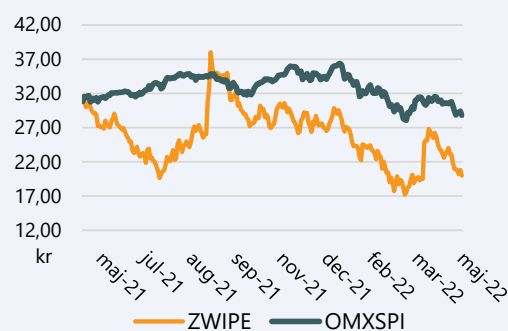
#### Rapportkommentar

Datum 10 maj 2022  
Analytiker Nils Hellström & Johan Hellström

#### Basfakta

Bransch Teknik  
Styrelseordförande Jörgen Lantto  
Vd André Løvestam  
Noteringsår 2019  
Listning First North Stockholm  
Ticker ZWIPE  
Aktiekurs 17,08 (2022-05-09)  
Antal aktier, milj. 37,5  
Börsvärde, mkr 641  
Nettoskuld, mkr -130,6  
Företagsvärde (EV), mkr 510  
Webbplats www.zwipe.com

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mnok

	2021	2022P	2023P	2024P
Omsättning	2,5	22,8	366,8	834,6
Bruttoresultat	1,6	10,3	128,4	292,1
Rörelseres. (ebit)	-83,0	-93,1	4,3	137,6
Nettoresultat	-83,5	-93,1	2,3	106,1
Vinst per aktie	-2,2 kr	-2,5 kr	0,1 kr	2,8 kr
Omsättningsstillväxt		813,4%	1506,5%	127,5%
Bruttomarginal	64%	45%	35%	35%
Rörelsemarginal	-3320%	-408%	1%	16%
P/e-tal	-7,7	-6,9	273,8	6,0
P/s-tal	256,2	28,1	1,7	0,8
EV/ebit	-6,1	-5,5	118,8	3,7
EV/omsättning	204	22	1	1

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringsstes

### Certifiering från Visa tydlig milstolpe

Ett av de återstående riskfaktorerna för Zwipe har varit avsaknaden av certifiering, en viktig milstolpe som bolaget nu kan lägga bakom sig. Detta kommer troligt ha långtgående effekter både på de befintliga partnerskapen som bolaget har och för eventuella nya kunder som bolaget knyter till sig de kommande månaderna. Förväntningen är nu att vi ser en acceleration i bolagets säljarbete och en certifiering från Mastercard väntar vi oss de kommande månaderna. Med denna riskfaktor bakom sig så ser bolagets kommande utmaningar troligt ut att vara att kunna bevisa att storskalig volymproduktion är möjlig samt att börja ta in större kommersiella ordrar. Zwipe står inför en spännande tid framöver och över lag verkar bolaget utvecklas enligt utstakad plan.

### Passerkontrollen ess i rockärmen

I vår förra uppdatering adresserade vi bolagets nya affärsområde, som expanderar den adresserbara marknaden stort. Samarbetena med HID Global och Legrand har utökats och bolaget har adderat ytterligare två tunga partners i Fraport AG och LEGIC. Det är ännu tidigt i denna resa och det återstår att se när och hur kommersiella ordrar kommer materialiseras. Det faktum att bolaget på kort tid knyttit till sig ett antal betydande partners vittnar om en robust och stark teknisk plattform med användningsområden som sträcker sig utanför kortmarknaden. I detta läge inväntar vi mer information innan vi börjar räkna på specifika intäktsflöden från detta område men det stärker ändå vår syn på att kommersiella framgångar finns på horisonten, särskilt givet det förväntat genomsnittliga priset per kort på kring 25 USD vilket är markant högre än för betalkort.

### Vissa osäkerheter kvarstår

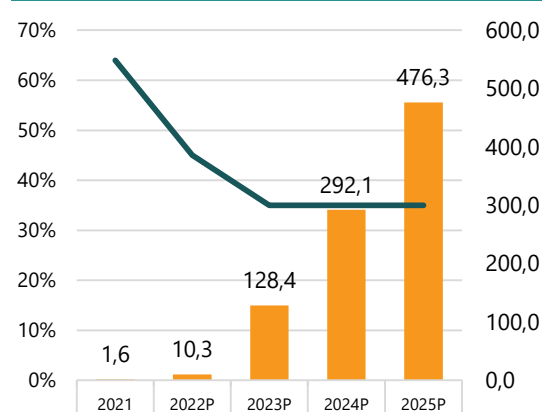
Många osäkerheter kvarstår trots att bolaget framgångsrikt adresserat flera av de större riskerna och det faktum att konsensus tydligt pekar mot biometriska kort som nästa generations betalkort. Marknaden utvecklas snabbt och mycket tyder på ett större kommersiellt genombrott de kommande åren men timingen är fortsatt osäker. Det återstår också att se hur pass hög marknadspenetration biometriska kort får och huruvida eventuella globala komponentsbrister kan komma att påverka större kommersiell utrullning. Vi ser fortsatt positivt på affärs-case i stort men tar höjd för att våra prognoser kan behöva skjutas framåt i tiden.

### Fortsatt starkt case

Sammantaget levererar Zwipe enligt plan och den finansiella risken är låg med en välfylld kassa. Vi har justerat våra antaganden kring kostnader något och även skjutit fram omsättningsprognoserna. Bolaget existerar inte heller i ett vakuum och förändrat marknadssegment och tuffare värderingar över lag gör att vi inkluderar en säkerhetsmarginal i våra beräkningar, som också reflekterar det i stort förkommersiella läget bolaget befinner sig i. Sammantaget innebär detta att det motiverade värdet på 12–18 månaders sikt justeras till 36,5–45,6 kronor per aktie (46,5–49). Störst risk i närtid ser vi i ökad kostnads massa och uteblivna volymordrar.

### Bruttomarginal på sikt kring 35%

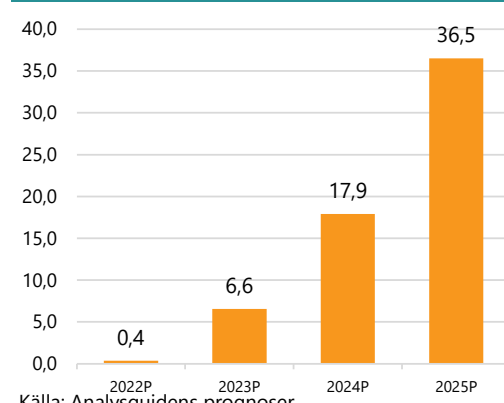
Bruttoresultat och bruttomarginal, 2021–2025P, i miljoner kronor och procent.



Källa: Bolaget

### Miljontals sålda kort inom 3 år

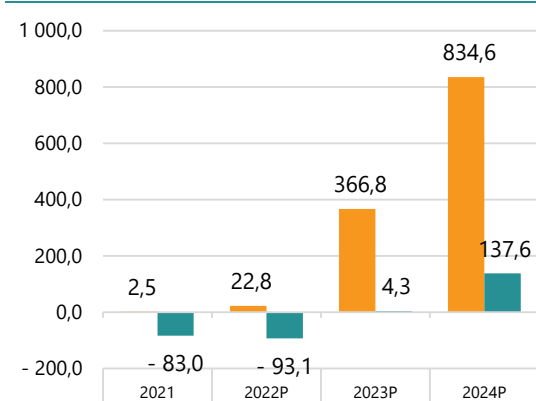
Antal sålda kort i miljoner, 2022P–2024P.



Källa: Analysguidens prognoser

### Explosiv lönsam tillväxt väntas

Prognoser för omsättning och rörelseresultat (EBIT), 2021–2024P, i miljoner norska kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

**Motiverat värde: 36,5 – 45,6 kr**

## Prognoser och värdering

### Marknadstillväxt

Vi fortsätter i stora drag räkna med samma marknadstillväxt som tidigare. Detta innebär att vi väntar oss marknaden för biometriska kort kommer nå kring 365 miljoner kort år 2025 och knappt 820 miljoner kort i slutet av prognosperioden, som utökats till 2027. Vi räknar med en marknadsandel för Zwipe i slutet av vår prognosperiod på strax över 10 procent, vilket troligt ökar ännu mer åren efter.

### Nettoomsättning

Vi har gjort ett antal förändringar i samband med rapporten för det första kvartalet. Det innebär i grova drag att de kortsiktiga prognoserna dragits ner samtidigt som vi ser samma långsiktiga potential. Vi räknar med ett högre genomsnittligt försäljningspris för att i detta läge reflektera det nya affärsområdet, något vi får återkomma till på sikt i samband med att bolaget når fler kommersiella ordrar och vi får mer klarhet i kostnads- och intäktsstrukturen. Den genomsnittliga årliga tillväxten i intäkterna mellan 2022 och 2026 uppgår till cirka 311 procent och vi ser en omsättning på cirka 1,5 miljarder NOK i slutet av prognosperioden. I närtid justerar vi ned omsättningsförväntningarna för 2022 från 85,5 miljoner NOK till 22,8 miljoner NOK.

### Kostnader

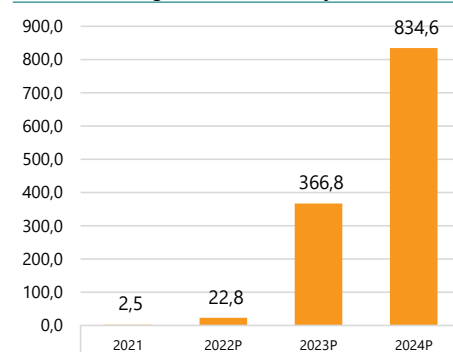
Sammantaget har vi sett över våra kostnadsprognoser efter kvartalet och gjort ett antal förändringar. Vi har sänkt den förväntade bruttomarginalen och antar nu en stabilisering kring 30 procent över tid, en siffra som dock är förenad med osäkerhet och kan komma att förändras. Vi har även justerat upp de förväntade övriga operativa kostnaderna till cirka 100 miljoner kronor innevarande år, vilket motsvarar kassaflödet senaste tiden, och förväntar oss därefter en tillväxt i dessa på kring 15–20 procent årligen. Detta reflekterar ökade kostnader i samband med att kommersialiseringssresan tar fart ordentligt. Detta innebär på sikt en rörelsemarginal kring 20 procent och att bolaget vänder till svarta siffror redan nästa år med en vinst på cirka 2 miljoner NOK.

### Värdering

Mest betydande i rapporten efter det första kvartalet är justeringarna vi genomfört på kostnadssidan. Sammantaget innebär dessa att vi räknar med både lägre omsättning närmsta året samt att vi skapar mer säkerhetsmarginal i våra beräkningar över prognosperioden. Det nya affärsområdet, med åtkomstkontroll, ökat sammantaget sannolikheten för kommersiellt genombrott och vi ser fram emot fler nyheter här framöver. Vi behåller samma diskonteringsränta, på 12 procent, som tidigare i våra beräkningar och adderar som sagt ytterligare ett år i våra prognoser. Marknadssentimentet i stort har förändrats tydligt senaste tiden vilket även innebär lägre relativvärderingar mot branschkollegor, något vi tar höjd för med en säkerhetsmarginal på 20 procent. Denna, kombinerat med förändringarna ovan, innebär ett nytt motiverat värde på 36,5–45,6 kronor per aktie (46,5–49).

### Skjuter fram prognoserna något

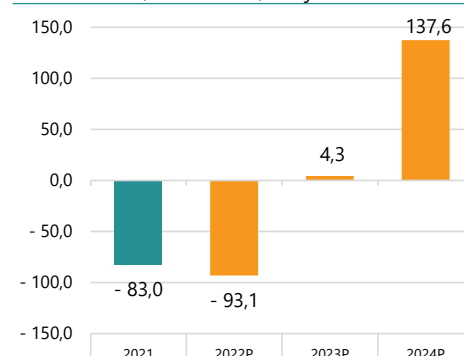
Nettoomsättning, 2021-2024P, i miljoner norska kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

### Vändning till vinst 2023

Rörelseresultat, 2021-2024P, i miljoner norska kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

### Fortsatt stor potential

DCF-värderingen över prognosperioden 2022–2026.

Risfri ränta	2,0%
Systematisk risk premie	7,1%
Småbolagspremie	2,5%
Bolagsspecifik riskpremie	2%
<b>WACC</b>	<b>12%</b>
CAGR 2022-2026	210%
Slutvärde, milj.	2 903
<b>Enterprise Value, milj.</b>	<b>1 578</b>
Kassa, milj.	130,6
Långfristiga skulder	0,0
<b>Börsvärde</b>	<b>1709</b>
Antal utestående aktier, milj.	37,5
Säkerhetsmarginal	20%
<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>36,5 - 45,6</b>
Senaste värde, 2022-05-09, SEK	17,08
Uppside/nedsida	114-167%

Källa: Analysguiden

## Risker

Trots att bolaget själva uppger att man redan lagt flertalet stora risker bakom sig så finns det fortsatt en antal faktorer som skapar risk i Zwipes verksamhet.

Marknaden för biometriska kort ser ut att vara på stark uppgång men det råder fortsatt stor osäkerhet hur snabbt biometriska kort kan ta nya marknadsandelar. Skulle tillväxten och marknadspenetrationen vara långsammare än förväntat kan detta innebära stora effekter på bolagets kommande lönsamhet och försäljning. Även om branschen i stort kommer växa och biometriska kort blir större så innebär konkurrenssituationen att bolaget kan få svårt att hävda sig i marknaden med många större och finansiellt starka aktörer som trycker ut bolaget. Denna risk bedömer vi dock som låg, beaktandes bolagets exklusiva teknologiavtal med IDEMIA samt det faktum att bolaget skiljer sig från konkurrenter genom att erbjuda en one-stop shop för biometriska kort med ett holistiskt erbjudande.

Bolagets IP-portfölj och ledande ställning inom nästa generations biometriska kort kommer troligt inte hålla för alltid och andra aktörer väntas komma med liknande lösningar åren framöver. Detta kan innebära försvagade konkurrensfördelar och att bolaget inte behåller sin position som kostnads- och teknologiledare på lång sikt.

Kassapositionen ser stark ut och bolaget bör kunna finansiera verksamheten genom kommersiella lanseringar under 2022 och ytterligare en tid framöver. Skulle dock kostnader förändras markant eller marknaden inte utvecklas som bolaget tror så kan det innebära att finansiering blir aktuellt tidigare, eventuellt med minskat intresse om marknaden inte nått det genomslag som bolaget tror. Antar vi alla andra faktorer lika men utgår från ABI Researchs lägsta prognoser för biometriska kort, cirka 55 miljoner år 2025, innebär detta att nedsidan kan vara stor då marknaden blir avsevärt mindre. I ett värsta läge kan en försäljning av bolagets IP-portfölj slutgiltigt bli aktuell, vilket bör innebära ett värde per aktie omkring 5–8 kr.

Vi ser sammantaget positivt på marknaden som helhet och mycket tyder på att biometriska kort inte bara är här för att stanna men att de även kommer växa kraftigt kommande år. Mobilbetalningar tas ibland upp som ett hot mot biometriska kort. Vi delar dock bolagets syn här att mobilbetalning bör ses som komplementärt till betalkort och inte som en ersättare. Trots ett antal år i bruk har mobilbetalningar fortsatt en relativt låg penetration på den globala marknaden och dom flesta mobilaktörer har nyligen initierat eller tillkännagivit satsningar på biometriska kort, något som tyder på att mobilbetalningar inte bör ses som ett större hot. För att reflektera de risker vi ser använder vi ett bolagsspecifikt risktillägg i diskonteringsräntan på 2 procent samt antar relativt låg adresserbar marknad. Särskilda triggers för att sänka säkerhetsmarginalerna och diskonteringsräntan kommer vara bolagets förmåga att börja leverera större volymer samt att bibehållen kostnadskontroll uppvisas.

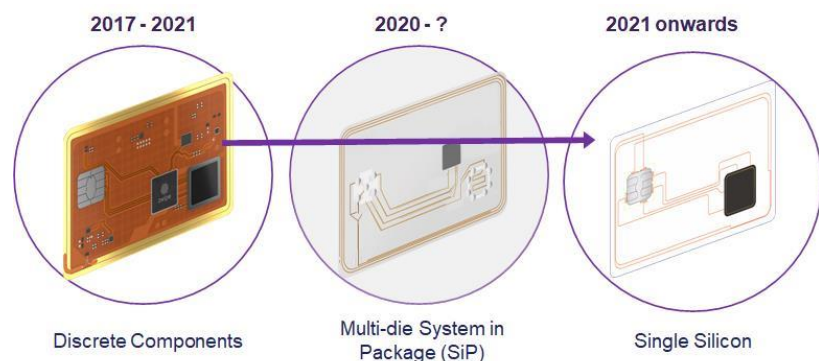
## Kort om bolaget

Zwipe är ett teknologibolag med bas i Oslo som grundades år 2009. Bolaget noterades 2019 på den norska börsen och året efter på svenska First North. Bolaget har växt kraftigt sedan sin start och omfattar idag 30–35 anställda, fördelade mellan huvudkontoret i Oslo, FoU-avdelningar i USA och Tyskland, samt i dotterbolagen i England och Singapore. Det finns även resurser i ett flertal andra länder. Bolaget leds av vd André Løvestam.

Bolagets affärsidé är att utveckla biometriska betalningslösningar som sammanfattas i missionen ”making convenience safe and secure”. Bolagets flaggskeppsprodukt är Zwipe Pay ONE och tillhörande teknologiplattform, som innefattar världens första single-silicon lösning för betalkort. Single-silicon lösningen innebär att antalet komponenter på kortet reducerats till huvudsakligen ISO-kontaktplattamodulen med själva chippet och fingeravtryckssensorn. Detta innebär omfattande kostnadsreduceringar som möjliggör större kommersiellt genombrott för teknologin.

## Nästa generations betalkort

Illustration av hur bolaget Single Silicon kort utgör nästa steg i betalkortens utveckling.



Källa: Zwipe

Zwipe tillhandahåller tillsammans med själva produkten en unik ”turn-key”-lösning för biometriska betalningar. Detta innebär att Zwipe, utöver single silicon chippet, även kan erbjuda ett ”passive inlay” (en platta med antenn och kommunikationslinjer som lamineras in i kortet), sensor från IDEX, nödvändig mjukvara (operativsystem och applets) och inregistreringslösningar för kunder. Bolaget erbjuder också insikter och marknadsföring för banker och kortutgivare för att enkelt och snabbt börja nyttja biometriska betalningslösningar. Bolaget har den senare tiden adderat ytterligare ett affärsområde, åtkomstkontroll, där bolaget slutit avtal med ett antal stora aktörer inom branschen.

Bolaget är ännu i en för-kommersiell fas men marknaden utvecklas snabbt. Flera analyser talar om en marknadspenetration för biometriska kort inom 5 år på upp till 20 procent, vilket innebär en potentiell marknad på hundratals miljoner kort. Bolaget har till dags datum annonserade partnerskap med över 25 ledande kortproducenter och ett antal andra go-to market partners, exempelvis Tietoevry, areeba och FSS. Ett antal piloter har genomförts och fler kommer starta innevarande och nästa år.

## Stark efterfrågan från konsumenter

Resultatet från nyligt genomförda undersökningar från Zwipe och Tietoevry visar på en stor och ökande efterfrågan på biometriska kort från konsumenterna



Källa: Zwipe

## Holistiskt erbjudande för biometri

Bolagets erbjudande till korttillverkare sträcker sig inte endast till komponenterna, utan man verkar som en ”one-stop shop” och trusted advisor för att hjälpa kunderna att implementera biometriska betalningar.

Zwipe's competitive position is built on the combination of our:

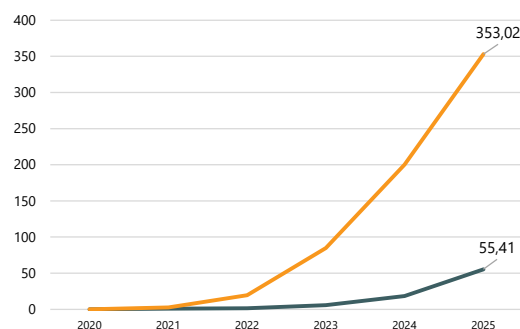
- ✓ Technology cost and performance leadership
- ✓ One-stop-shop offering with complete turn-key solution
- ✓ Value-adding trusted advisor
- ✓ Aggregator role → better prices
- ✓ Full focus and dedication to biometric payments
- ✓ Passion, agility and willingness to serve



Källa: Analysguiden

## Snabbt växande marknad

ABIResearchs två scenarier för marknadsstorleken för biometriska kort, 2020–2025, i miljoner.



Källa: ABIResearch

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikerna Nils Hellström & Johan Hellström äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Nils Hellström & Johan Hellström