

## Tar första stegen på den kommersiella resan

### Når en första kommersiell order

Det första halvåret och perioden efter har minst sagt varit händelserikt för Zwipe med ett antal större nya partnerskap, piloter, samarbetsavtal samt en första större kommersiell order. Den 11:e maj tillkännagav bolaget ett samarbetsavtal med Beautiful Card Corporation (BCC) för att leverera bolagets biometriska kortlösningar till den asiatiska marknaden. BCC producerar kring 520 miljoner kort årligen, varav cirka 20 miljoner av dessa är betalkort. Kort efter halvårets utgång meddelade Zwipe att en första kommersiell order nåtts med BCC till ett värde av 1,9 miljoner USD, motsvarande nästan 17 miljoner kronor. Ordern kommer levereras under 2022, med möjlighet att skjuta på leverans om marknaden inte utvecklats snabbt nog. Detta utgör inte bara en av de större beställningarna för biometriska kort hittills utan innebär också att Zwipe nu tar första stegen in i den kommersiella resan, vilket bekräftar bolagets starka position i den begynnande marknaden.

### Pilotavtal med stor global bank

Första halvåret har inneburit ett kraftigt växande nätverk av både partners och kunder. Dessa utgör en blandning av både kortutgivare och betaltjänstleverantörer vilket innebär att marknaden bearbetas från flera olika håll. Särskilt intressant är nyheten som släpptes i början av september där bolaget tillkännagav en pilot med en global Tier-1 bank. Piloten innebär att bolagets Zwipe Pay ONE plattform kommer att testas skarpt i tre europeiska länder i början av 2022 men potential för en kommersiell lansering i mitten av året. Detta kan utgöra en av bolagets största milstolpar hittills och potentialen är stor. Banken, som ännu inte tillkännagivits, har bas i Europa, agerar globalt på flera kontinenter och den potentiella långsiktiga volymen från avtalet är troligt i tiotals miljoner.

Tidigare i år har bolaget bland annat slutit avtal med KL HI-TECH för Indien, Beys Pay för biometriska kort i Frankrike och Benelux-regionen, FSS för global utrustning, BCC som nämnt ovan, MEPS med fokus på MENA-regionen och Silkways Card & Printing Ltd med fokus på Bangladesh. Efter andra kvartalet har även avtal slutits med ICPS, med fokus på Afrika och Asien, samt ett avtal med MEPS där nyckelpersoner på ett tjugotal banker i Levant-regionen kommer få genomföra en pilot med bolagets Zwipe Pay ONE plattform. Det blir allt tydligare att en begynnande massmarknad tar form och intresset är större än någonsin från banker och kortutgivare.

### Zwipe

#### Rapportkommentar

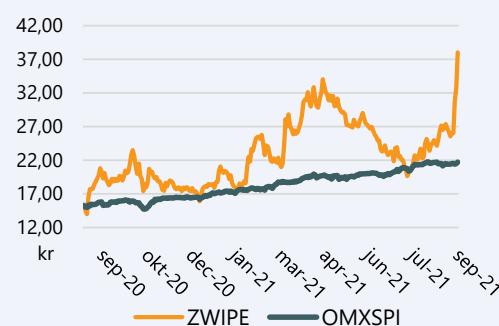
Datum 3 september 2021  
Analytiker Nils Hellström & Johan Hellström

#### Basfakta

Bransch Teknik  
Styrelseordförande Jörgen Lantto  
Vd André Løvestam  
Noteringsår 2019  
Listning First North Stockholm  
Ticker ZWIPE  
Aktiekurs 38 kr (2021-09-02)  
Antal aktier, milj. 36,9<sup>1</sup>  
Börsvärde, mkr 1402  
Nettoskuld, mkr -108<sup>1</sup>  
Företagsvärde (EV), mkr 1294  
Webbplats www.zwipe.com

<sup>1</sup>Efter nyemission.

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mnok

	2020	2021P	2022P	2023P
Omsättning	1,8	3,5	117,6	422,8
Bruttoresultat	-3,0	1,9	52,9	169,1
Rörelseres. (ebit)	-61,9	-60,8	-16,2	86,1
Nettoresultat	-62,1	-60,8	-16,2	66,0
Vinst per aktie	-1,7 kr	-1,6 kr	-0,4 kr	1,8 kr
Omsättningstillväxt		96,3%	3227,5%	259,6%
Bruttomarginal	-167%	55%	45%	40%
Rörelsemarginal	-3439%	-1721%	-14%	20%
P/e-tal	-22,6	-23,1	-86,5	21,2
P/s-tal	779,0	396,8	11,9	3,3
EV/ebit	-20,9	-21,3	-79,8	15,0
EV/omsättning	719	366	11	3

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Utvärderas av global Tier-1 korttillverkare

Utöver dessa avtal har därtill bolaget tillkännagivit att Zwipe Pay ONE plattformen utvärderas av en global smartcard-utgivare inom kategorin Tier 1. Tier 1 utgör världens tre största utgivare, alla med volymer över en halv miljard kort om året, och är en kundkategori vi tidigare inte beräknat som ett fokusområde för bolagets marknadsbearbetning. Det faktum att Zwipe nu utvärderas av allt större aktörer är en indikation på den attraktiva, konkurrenskraftiga ställning bolaget etablerar på denna begynnande marknad. Ett avtal med en kund i denna kaliber skulle innebära en större adresserbar marknad och hade accelererat adoptionen av biometriska kort givet dessa aktörers etablerade kundrelationer med några av världens största banker.

## Investeringstes

### De flesta kritiska riskpunkter passerade

Bolaget har vid detta lag kommit långt i sin utveckling och uppger att majoriteten av de mest kritiska milstolparna och riskpunkterna passerats. Produktionsförberedelserna är i stort sett helt klara och småskaliga produktionstester pågår nu för att säkerställa att alla processer flyter på som de ska. Vissa certifieringar och piloter återstår att färdigställas men i det stora hela ser bolaget ut att ha passerat de största riskerna i sin utveckling. Resan hit har varit lång men Zwipe ser alltmer förberedd ut att kunna ta stark position på marknaden och risken ser lägre ut än någonsin.

### Säkrar finansiering från Erik Selin

Kort efter publiceringen av rapporten tillkännagav bolaget att finans- och fastighetsmannen Erik Selin klivit in genom en private placement om totalt 104 miljoner norska kronor. Genom sitt bolag kommer Erik Selin utgöra Zwipes näst största ägare och han har genom en intervju med DI signalerat en vilja att utgöra en långsiktig investerare i företaget. Detta innebär inte bara att bolaget är fullt finansierat för kommande tillväxtresa utan sänder också en tydlig signal för potentialen i bolagets erbjudande. Marknaden reagerade kraftigt positivt på nyheten och bolaget klättrade runt 20 procent under dagen.

### Megafoneffekten ökar

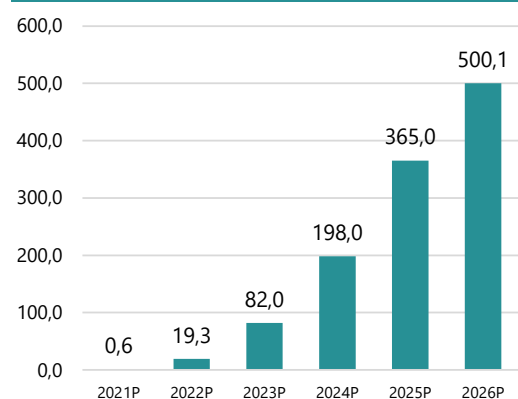
Vi tar särskilt vikt vid partnerskapet som tillkännagivits med MEPS där olika "key-decision makers" på ett tjugotal banker i regionen kommer få delta i en pilotstudie med bolagets biometriska betalkort. Detta utgör ett högintressant och nytänkande sätt att bearbeta marknaden på från flera håll och är utfallet gott ser vi möjlighet att bolaget upprepar ett liknande upplägg i andra regioner. Partnerskapet med FSS, en global Tier-1 betalningsprocessor, har potential att få samma effekt då de når ut till en stor mängd olika banker, partners och kunder i många regioner. Sammantaget ökar bolaget sin "megafon-effekt" vilket bådär gott för framtiden.

### Milstolpe efter milstolpe

Halvåret innehöll inga överraskningar i siffrorna med en omsättning på 1,4 miljon norska kronor (0,9), ett resultat kring -26,9 miljoner norska kronor (-31,6) och en burnrate kring 5 miljoner norska kronor per månad. Trots detta har sommaren inneburit ett stort antal stora milstolpar för bolaget vilket gör att risken minskar samtidigt som långsiktiga potentialen stärks. Alltmer talar för att vi står inför större kommersiellt genombrott under 2022 och vi väntar oss ett fortsatt spännande år för bolaget. Till följd av sänkt diskonteringsränta och mindre förändringar i våra prognoser höjer vi bolagets motiverade värde till 43–46 kronor (34–37), på 12–18 månaders sikt.

## Miljonmarknad inom räckhåll

Prognoser för antal biometriska kort (milj), 2021–2025



Källa: Analysguidens antaganden

## Kraftigt växande partner nätverk

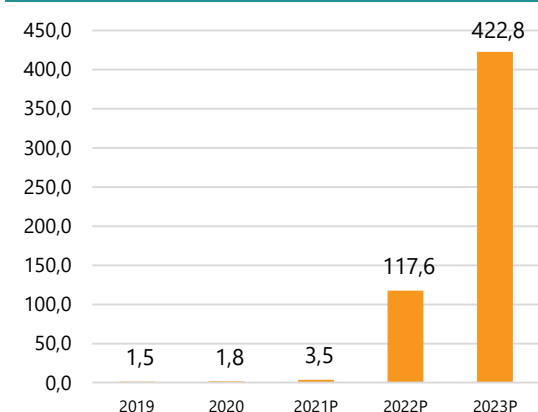
Ett urval av nya samarbetspartners som tillkommit under 2021.



Källa: Bolaget

## I startgroparna för kraftig tillväxt

Nettoomsättning 2019–2023, i miljoner norska kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

**Motiverat värde: 43 – 46 kr**

## Prognoser och värdering

### Marknadstillväxt

Efter det gångna kvartalet håller vi i stort fast vid våra beräkningar om hur marknaden för biometriska kort utvecklas över prognosperioden. Vi gör dock vissa nedjusteringar innevarande år men höjer prognoserna från nästa år och på lång sikt, för att reflektera det starka momentum i branschen i stort. Detta innebär på lång sikt en uppjustering från våra tidigare antaganden om en total adresserbar marknad 2026 från 425,6 miljoner biometriska kort till omkring 500 miljoner kort.

### Nettoomsättning

Givet förändringarna i våra antaganden om marknadsutvecklingen så förändras även våra prognoser för nettoomsättningen över perioden. I stort innebär de förändrade estimaten att vi justerar ned nettoomsättningen innevarande år till 3,5 miljoner norska kronor (15) men justerar upp omsättningen på medellång- och lång sikt. Vi antar att den kommersiella utvecklingen tar fart ordentligt under nästkommande år och att bolaget rapporterar en nettoomsättning år 2022 på 117,6 miljoner NOK. Mellan 2020–2025 antar vi en genomsnittlig årlig tillväxt på runt 330 procent och vi ser att bolaget når en nettoomsättning kring 760 miljoner NOK år 2024.

### Kostnader

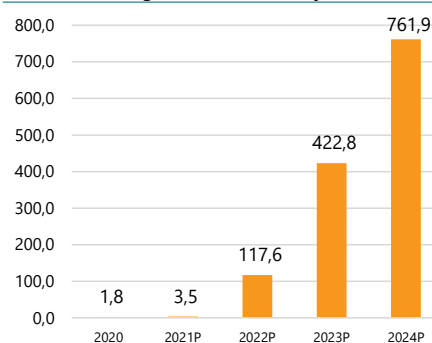
Vi gör mindre justeringar i våra kostnadsantaganden efter det andra kvartalet. På kort sikt sänker vi varukostnaderna och de övriga operativa kostnaderna men räknar med något lägre bruttomarginaler kommande år för att reflektera eventuell komponentsbrist som kan driva upp priser. Utöver detta så ser vi fortsatt ökning i kostnader på kring 15–25 procent årligen och att bolaget når målet om en EBITDA-marginal överstigande 20 procent kring 2023–2024. Givet våra antaganden vänder bolaget till vinst år 2023.

### Värdering

Givet det starka momentum marknaden som helhet men även bolaget specifikt upplever så sänker vi den bolagsspecifika risken och därmed diskonteringsräntan från 14 till 13 procent. I värderingen lägger vi till de 4 miljoner aktier som tillkommit nyligen samt adderar 104 miljoner norska kronor till kassan som ett resultat av bolagets nyliga private placement. Genom en DCF-värdering över prognosperioden 2021–2025 samt med ett terminalvärde landar vi i ett nytt motiverat värde på 43–46 kronor per aktie (34–37), på 12–18 månader sikt. Tydligaste triggers i närtid kommer vara fler skarpa kommersiella avtal, framgångsrika piloter samt bibehållen god kostnadskontroll. Vi ser störst risk i eventuell påverkan från den globala komponentsbristen vilket kan fördröja det kommersiella genomslaget.

### Med sikte på miljardmarknad

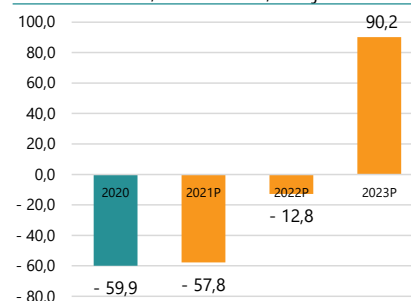
Nettoomsättning, 2020-2024P, i miljoner norska kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

### Vänder mot lönsamhet 2023

EBITDA-resultat, 2020-2023P, i miljoner norska kronor.



Källa: Bolaget, Analysguidens prognoser

### Motiverat värde på 43-46 kronor

DCF-värderingen över prognosperioden 2021–2025.

Riskfri ränta	2,0%
Systematisk risk premie	7,1%
Småbolagspremie	2,5%
Bolagsspecifik riskpremie	3%
<b>WACC</b>	<b>13%</b>
CAGR 2020-2025	333%
Slutvärde, milj.	1748
<b>Enterprise Value, milj.</b>	<b>1 380</b>
Kassa, milj.	198,9
Långfristiga skulder	2,1
<b>Börsvärde</b>	<b>1577</b>
Antal utestående aktier, milj.	37,0
<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>43 - 46</b>
Senaste värde, 2021-09-02, SEK	38,0
Uppsida/nedsida	13% - 21%

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 konkurrensituationen 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 bolaget exklusiva teknologiavtal med IDEMIA.

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 genom-slag 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 3 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 kostnads-kontroll uppvisas.

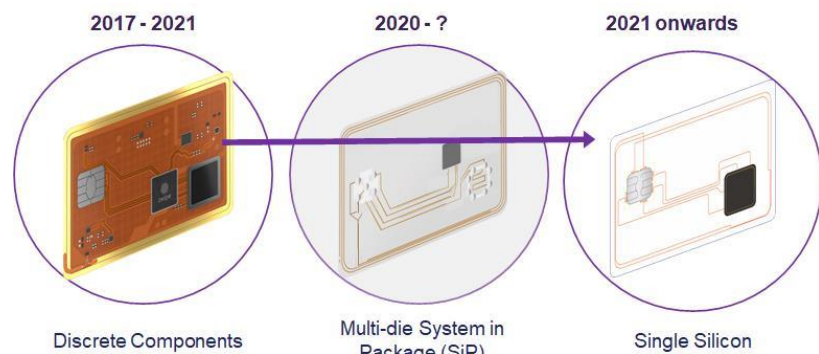
## Kort om bolaget

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 runt 30 anställda, fördelade mellan huvudkontoret i Oslo samt i FoU-avdelningar i USA och Tyskland. 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 de fysiska komponenterna, även kan erbjuda laminering, passive inlay (plattan som komponenterna ligger på) och inregistreringslösningar för kunder. Bolaget erbjuder också insikter och marknadsföring för banker och kortutgivare för att enkelt och snabbt börja nyttja biometriska betalningslösningar.

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 20 ledande kortproducenter och ett antal andra go-to market partners, exempelvis TietoEVRY, areeba och FSS. Ett antal piloter har genomförts och fler kommer starta in- 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:

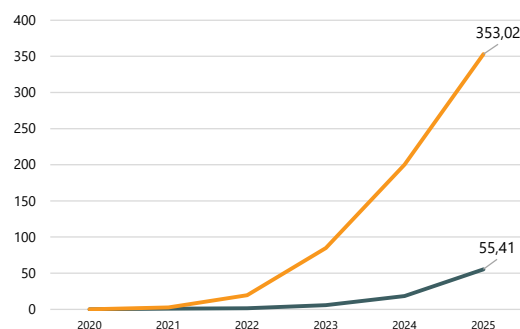
- ✓ Technology cost and performance leadership
- ✓ One-stop-shop offering with complete turn-key solution
- ✓ Value-adding trusted advisor
- ✓ Aggregator role → better prices
- ✓ Full focus and dedication to biometric payments
- ✓ Passion, agility and willingness to serve



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