



## Penser Access by Carnegie

Elektrisk &amp; Elektronisk utrustning | Sverige | 18 november 2024

# Fingerprint Cards

## Fasar ut PC

### ROIC under WACC på nya PC-projekt får bolaget att fasa ut försäljningen till PC...

Konkurrensen från ansiktsgenkänning inom PC har fortsatt att öka samtidigt som överkapaciteten inom fingeravtrycksensorer är fortsatt stor, vilket har lett till ökad prispress. De lägre priserna har lett till att avkastningen (ROIC) på att komma in i nya PC-modeller, en relativt kapitaltung aktivitet, har sjunkit under kapitalkostnaden (WACC). Fingerprints teknologi används i ett antal produkter som är i slutet av sin livstid, vilket har gjort att försäljningen har sjunkit signifikant de senaste kvartalen – omsättningen i Q3'23 var den lägsta sedan Q1'22. Med en ROIC under WACC på nya projekt har bolaget beslutat att fasa ut försäljningen till PC. Ingen målsättning för när den ska vara utfasad har angivits, men vi har antagit att Fingerprints är helt ute ur PC i slutet av 2025.

### ...och när det går in i tillväxtfasen är fokus på Access

Fingerprints är i slutet av Fas 1 i sin transformeringsresa, stabilitet. När de går in i Fas 2, acceleration av tillväxten, kommer fokus ligga på Access. Bolaget vill röra sig mot den bredare IAM-marknaden (identitets- och åtkomsthantering), en marknad som växer tvåsiffrigt. Det har lanserat AllKey, en biometrisk lösning med hög säkerhet för olika enheter och som är skalbar. Produktionen påbörjas i Q4'24. Försäljningen i Access har vuxit sekventiellt tre kvartal i rad vilket är viktigt. Historisk försäljning är inte jämförbar då kunder inom kinesiska smarta lås historiskt har stått för en majoritet av omsättningen.

### Positivt EBITDA 2025

Vi dekonsoliderar PC ur våra estimat och vår värdering och sänker omsättningen 2025-2026e med 32% och 42%. Vårt motiverade värde faller samtidigt till 0,11-0,15 kr (0,18-0,25 kr). Fingerprints kommer att komma ur sin transformation som ett mindre men mer agilt bolag. Målet för rörelsekostnader har sänkts ytterligare – från 150 mkr till 70 mkr och vi bedömer att EBITDA kommer vara svagt positivt 2025e, trots att våra omsättningsestimater är ned signifikant. Vi ser ökad transparens och mer kött på benen med Fas 2 som drivare för aktien.

Estimatändring				Prognos (mkr)				Värde och risk				
	24e	25e	26e		2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	0,11 - 0,15 kr		
Totala intäkter	5,9%	-32,1%	-41,8%	Totala intäkter	705	409	195	206	Aktiekurs	0,1 kr		
EBIT, just.	N.m.	N.m.	N.m.	Tillväxt	-18%	-42%	-52%	5%	Riskenivå	Hög		
EPS, just.	N.m.	N.m.	N.m.	EBITDA, just.	-205	-170	1	22	<b>Kursutveckling 12 mån</b>			
<b>Kommande händelser</b>				EBIT, just.	-283	-275	-23	2				
Q4 - rapport	06 februari 2025			EPS, just.	-0,6	-0,2	0,0	0,0				
Q1 - rapport	29 april 2025			EPS-tillväxt, just.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.				
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>				EK/aktie	1,5	0,1	0,1	0,1				
Antal aktier	3 668m			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%				
Börsvärde	304			ROE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.				
Nettoskuld	-44			ROCE, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.				
EV	260			EV/Sales	1,4x	0,6x	1,3x	1,3x				
Free float	99%			EV/EBITDA	Neg.	Neg.	N.m.	12,0x				
Daglig handelsvolym, snitt	137 414k			EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	121,3x				
Bloomberg Ticker	FINGB SS EQUITY			P/E, just.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	<b>Intressekonflikter</b>			
<b>Analytiker</b>				P/EK	1,2x	0,6x	1,2x	1,2x		Yes	No	
Markus Almerud				FCF yield	Neg.	Neg.	Neg.	1%	Likviditetsgarant		✓	
markus.almerud@carnegie.se				Nettoskuld/EBITDA	N.m.	N.m.	70,5x	1,6x	Certified adviser		✓	
								Transaktioner 12m				✓

## Investment case

Fingerprints är mitt inne i en transformationsresa. I samband med ledningsbytet i slutet av 2023 annonserades en plan där andelen försäljning av hårdvara till mobiltelefonstillverkare skulle fortsätta minska. Samtidigt lanserades ett besparingsprogram där rörelsekostnaderna skulle minska från 370 mkr till 180 mkr.

I maj 2024 beslutades att transformeringen skulle accelereras genom att försäljningen av sensorer till mobiltelefonstillverkare skulle avvecklas. Samtidigt sänktes målet för rörelsekostnader till 150 mkr. Avsikten är att kvarvarande verksamhet ska vara lönsam. I samband med Q3-rapporten meddelades att även försäljningen till PC-industrin ska fasas ut då konkurrensen från andra teknologier och prispresen som följt med ökad konkurrens gör att avkastningen på investeringar i nya modeller skulle vara lägre än kapitalkostnaden. Samtidigt ska de operativa kostnaderna sänkas till 70 mkr till slutet av H1 2025.

Den biometriska sensormarknaden växer med 8% per år. När Fingerprints kommer ur sin transformationsresa kommer de vara betydligt mindre men också betydligt mer agila. Vi räknar med att bolaget blir EBITDA-positivt under 2025.

## Bolagsprofil

Fingerprints är marknadsledare för kapacitiva fingeravtryckssensorer. Vi uppskattar att försäljningen till smartphones kommer vara avvecklad vid årsskiftet 2024/2025 medan vi räknar med att PC kommer vara helt utfasad i slutet av 2025. Fokus för bolaget är då Access.

I sin transformeringsresa är de i fas 1 – stabiliseringsfasen. Nästa fas är acceleration av tillväxten där de ämnar att investera i lönsam tillväxt, det vill säga där avkastningen är högre än kapitalkostnaden. Bolaget vill röra sig mot den breda identitets- och åtkomstmarknaden (IAM), marknaden för identiteter, som växer tvåsiffrigt.

Payments, försäljning av sensorer till smarta betal- och kreditkort, står för endast för en liten del av försäljningen. Potentialen är enorm, men försäljningen har inte tagit fart än och osäkerheten om huruvida biometriska betalkort kommer ta fart är ännu stor.

## Värdering

Vi har värderat Fingerprints med en Sum-of-the-Parts-analys. Vi använder 3x försäljningen för Access, applicerar multipeln på försäljningen 2026 och nuvärdesberäknar sedan med 15% WACC. Värdet utgör den nedre delen av vårt värderingsintervall.

Tajmingen för kommersiellt genombrott för biometriska betalkort är osäker, dessutom är det osäkert hur snabbt penetrationen kommer att gå. Dessutom är osäkerheten i penetrationens hastighet hög och vi använder därför främsta konkurrenten IDEX som bas för värderingen av Payments. Den övre delen av intervallet inkluderar Payments.

## Motiverat värde

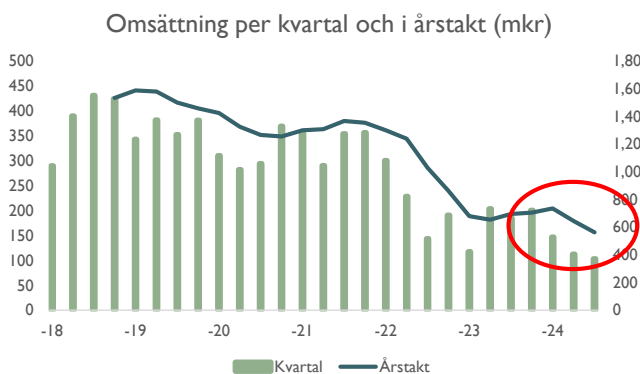
0,11-0,15 kr (0,18-0,25 kr)

## Fasar ut PC

Fingerprints omsättning sjönk med 42% organiskt i Q3 (Figur 1). Försäljningen i Mobile fortsatte falla enligt plan, och även om försäljningen växte sekventiellt, ser vi begränsad försäljning i Mobile framöver. Försäljningen exklusive Mobile sjönk dock även den med 47%, vilket vi inte hade väntat oss (Figur 2). Försäljningen inom PC sjönk med 65% y/y och med 70% sekventiellt, från 27 mkr till 8 mkr. Försäljningen i Access växte med 13% q/q, även om den sjönk med 28% y/y. Det innebär att Access stod för nästan 70% av försäljningen, exklusive Mobile.

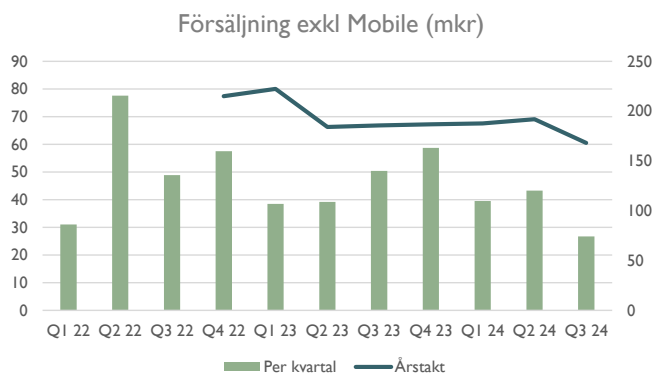
Antalet anställda fortsatte att minska (Figur 3) och bruttomarginalen steg kraftigt till över 18% i Q3 från 12% i Q3'23 och 4% i Q2'24 (Figur 4). Exklusive avskrivningar av R&D, expanderade bruttomarginalen från 21% i Q3'23 till nästan 39% i Q3'24. Måttet är viktigt eftersom det visar på den underliggande förbättringen i verksamheten och särskilt när det gäller kassaflödet. Det är främst mix och besparingar som drev marginalen, då Mobile fortsatte att minska som andel av försäljningen.

Figur 1: Försäljningen i Mobile fortsatte minska y/y...



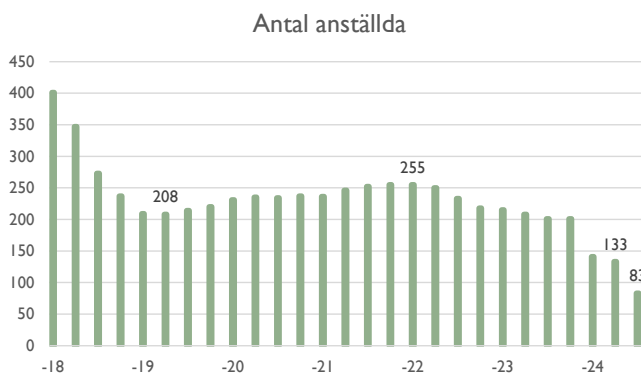
Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 2: ...men även försäljningen exklusive Mobile minskade, vilket var oväntat



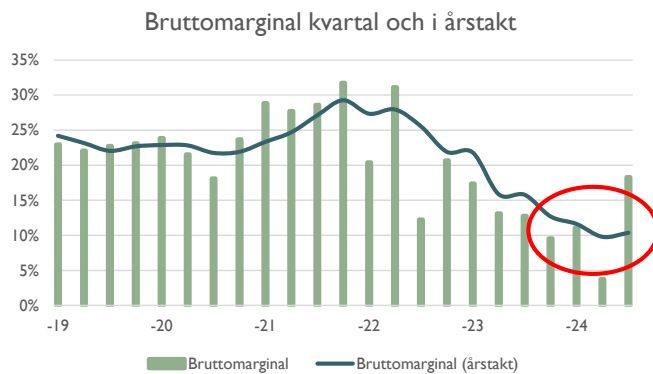
Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 3: Antalet anställda fortsatte minska...



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 4: ...och bruttomarginalen återhämtade sig kraftigt

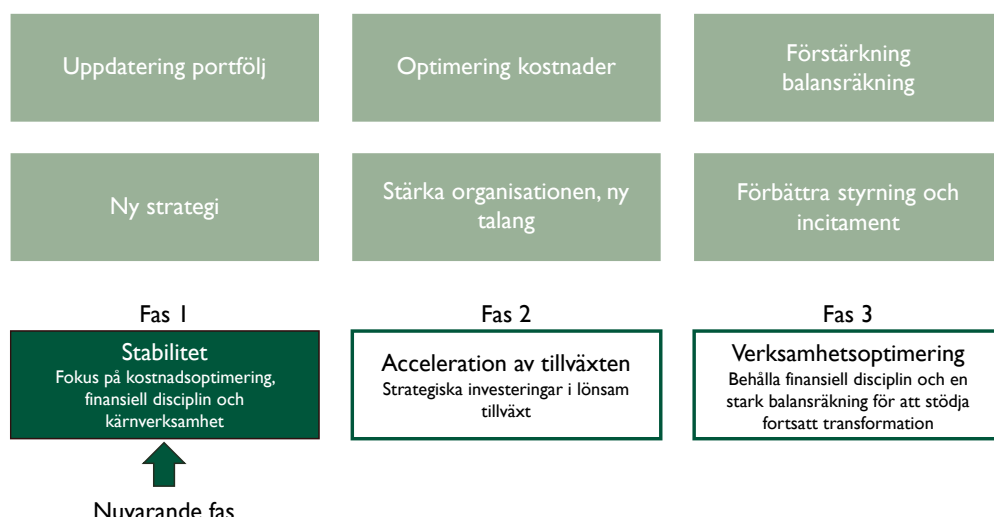


Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Transformationen fortsätter. Bolaget är fortfarande i stabilitetsfasen men vi bedömer att det börjar närma sig slutet av Fas 1. I Fas 2 kommer det accelerera tillväxten och det kommer att investera i projekt som har en avkastning som är högre än kapitalkostnaden (c. 18% 2023 enligt bolagets årsredovisning).

Parallellt söker bolaget även investeringspartners inom såväl PC som Access och Payments. Detta för att få möjlighet att accelerera tillväxten och värdeskapandet.

Figur 5: Fingerprints transformationsplan

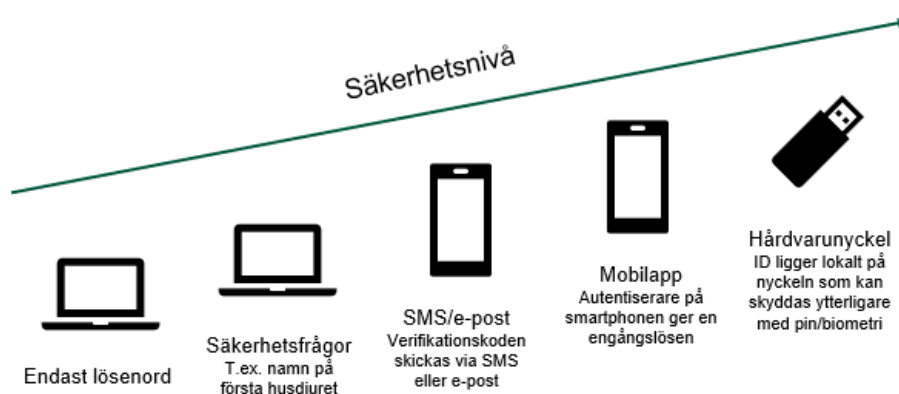


Källa: Fingerprints, Penser by Carnegie

På grund av fortsatt ökning av cyberattacker har ökad säkerhet och bättre autentisering blivit avgörande faktorer i dagens digitala samhälle. Yubico, som hänvisar till IBM Security, uppskattar kostnaden för cyberattacker till över USD 100 mdr per år. Statistik från Tessian visar att 9 av 10 cybersäkerhetsintrång beror på anställdas misstag, såsom användning av stulna inloggningsuppgifter, nätfiske (phishing) eller felanvändande. Vid attacker lockar en angripare användare via e-post, telefonsamtal eller SMS. Metoderna blir mer och mer realistiska och övertygande, vilket tillåter angriparen att relativt obehindrat kringgå enkla och äldre säkerhetslösningar. Stöld av inloggningsuppgifter sker även via social manipulation där angriparna gissar lösenord baserat på personliga uppgifter såsom namn, födelsedata, namn på barn och andra uppgifter som kan vara tillgängliga på sociala medier.

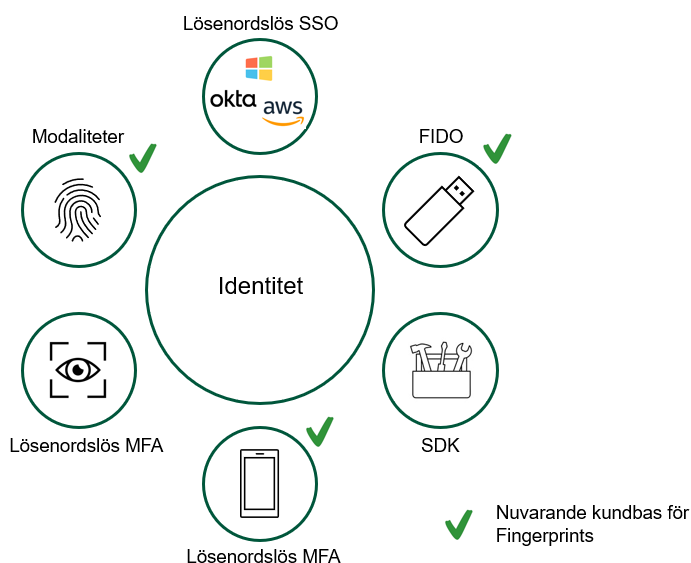
Biometri, som avlägsnar behovet av lösenord, är en liten del av den större identitets- och åtkomsthanteringsmarknaden (IAM, Figur 7), vilket är den bredare marknad som Fingerprints vill fokusera på.

Figur 6: Utveckling av autentisering



Källa: Yubico, Penser by Carnegie

Figur 7: Fingerprints är en aktör inom den bredare IAM-marknaden



Källa: Fingerprints, Penser by Carnegie

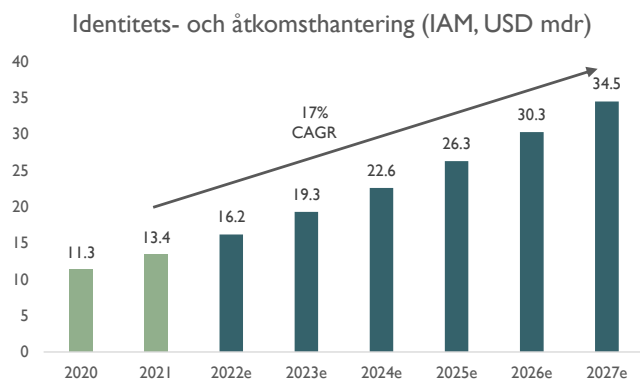
Fingerprints är idag aktivt inom olika biometriska modaliteter (metoder) såsom fingeravtryck och iris, FIDO (Fast IDentity Online) som använder token för identifiering och lösenordslös MFA (multi-factor authentication). Single sign-on (SSO) är ett nytt potentiellt område för Fingerprints. SSO innebär att en användare kan logga in på flera relaterade men oberoende system med ett enda ID.

### Tvåsiffrig marknadstillväxt

Lösenord är idag det huvudsakliga sättet att identifiera sig. Samtidigt har antalet dataintrång ökat kraftigt och knäckta lösenord är i centrum för detta. För att lösa problemet har en otroligt komplex industri vuxit fram, vilket har gjort att lösenord varken är lätta att använda, kostnadseffektiva eller säkra. De flesta organisationer använder idag en så kallad Zero Trust Security-strategi (ZTS) för att säkra sina system. ZTS baseras på kontinuerlig identifiering. Eftersom denna dock är baserad på lösenord är säkerheten automatiskt bristfällig. Biometri är ett sätt att lösa detta.

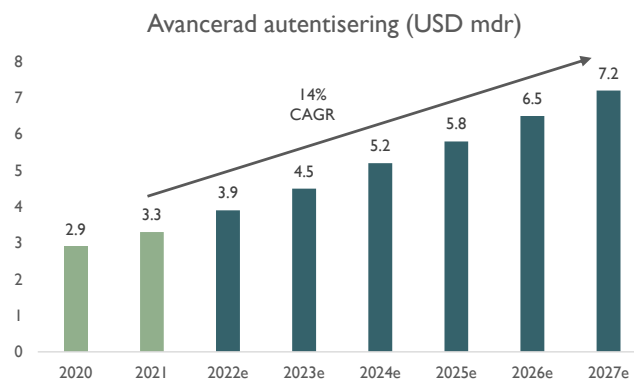
Marknaden för identitet och autentisering definieras olika. MARKETSANDMARKETS och Fortune Business Insights bedömer till exempel att ZTS-marknaden är ~USD 30 mdr stor och att den växer med 17% per år kommande fem till sju år. Yubico och IDC bedömer tillväxten för IAM-marknaden till 17% per år och för avancerad autentisering till 14% per år.

Figur 8: IAM-marknaden växer med 17% per år...



Källa: Yubico, Penser by Carnegie

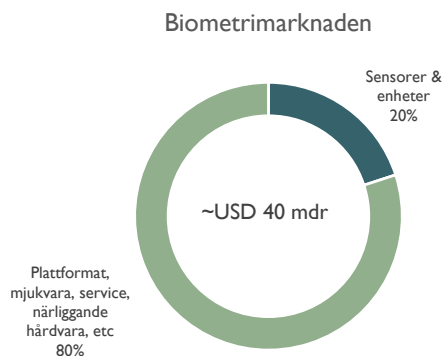
Figur 9: ...och avancerad autentisering med 14%



Källa: Yubico, Penser by Carnegie

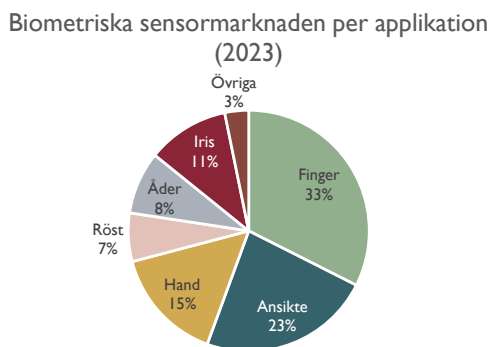
Fingerprints bedömer att sensorer för biometriska applikationer har ett marknadsvärde på ~USD 8 mdr (Figur 10) och konsulter såsom Global Market Insight tror på en tvåsiffrig årlig tillväxt kommande 5-10 år. Fingeravtryckssensorer står för ca en tredjedel av sensormarknaden. Biometri är en liten del av marknaden, men då den löser lösenordsproblematiken bedömer vi att vi kommer se kraftig tillväxt kommande decennium.

Figur 10: Marknaden för biometriska sensorer är värd ca USD 8bn...



Källa: Fingerprints, Penser by Carnegie

Figur 11: ...och fingeravtryck står för ca en tredjedel av marknaden



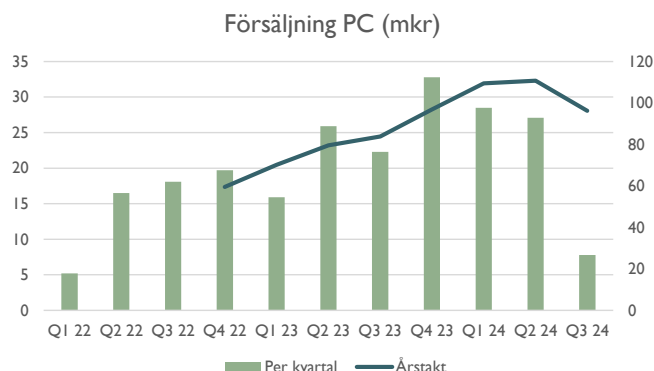
Källa: Global Market Insights, Penser by Carnegie

### Kommer fasa ut PC

Vi hade inte väntat oss att försäljningen till PC-kunder skulle falla så pass kraftigt som den har gjort. I Q2 såg vi kommentarer om ökad konkurrens inom PC från teknologier som ansiktsgenkänning för första gången. Detta har fortsatt i Q3 och vi verkar ha sett en accelererande standardisering av biometri för PC med prispress som följd. Bolaget hade väntat sig att detta skulle ske, men det verkar ha skett snabbare än väntat. Med ansiktsgenkänning som vinner mark kommer konkurrensen mellan de två modaliteterna således fortsätta öka vilket mycket väl kan leda till en nedåtgående lönsamhetsspiral.

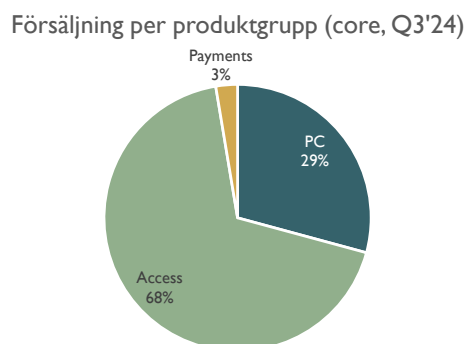
Vissa modeller som använder Fingerprints lösning är i slutet av sin livslängd vilket leder till ökade investeringar för att komma in i nya modeller. PC är relativt kapitalintensivt och med lägre priser ligger avkastningen under kapitalkostnaden för nya projekt. Samtidigt har en del kunder flyttat volymer från Fingerprints till deras konkurrenter för att minska motpartsrisken när bolagets marknadsvärde har sjunkit. PC stod för mindre än 30% av försäljningen i Q3, jämfört med 57% av försäljningen under de senaste 12 månaderna.

Figur 12: Försäljningen i PC-segmentet var den lägsta sedan Q1'22...



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

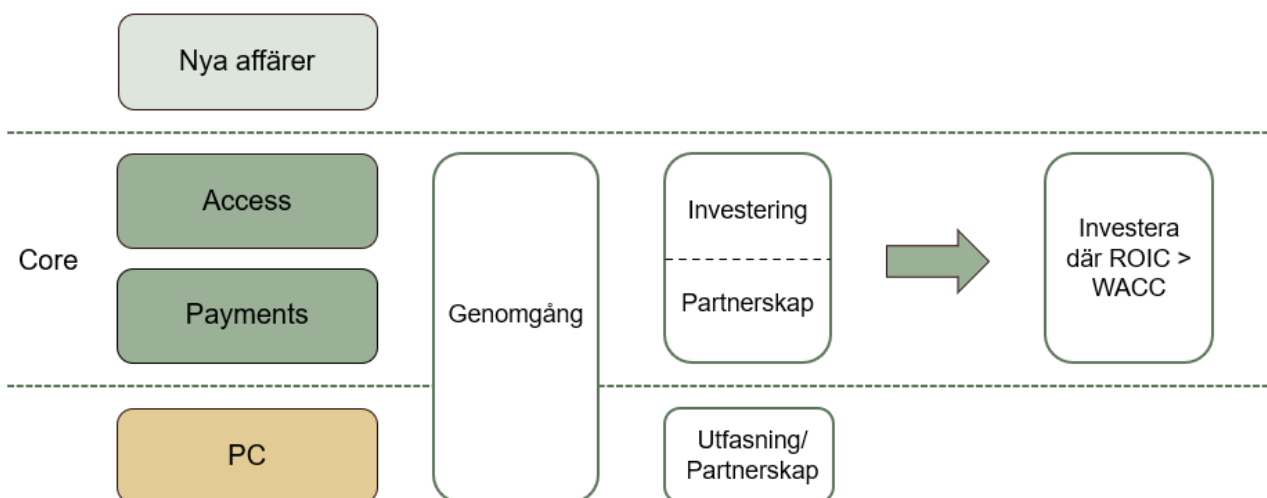
Figur 13: ...och stod bara för ca 30% av försäljningen exklusive Mobile i Q3



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Som en följd av ovanstående kommer bolaget fasa ut PC. Ingen tidsplan för utfasningen har meddelats. Vi har antagit att försäljningen minskar successivt under 2025 och är helt utfasad 2026. Med nedstängningen av PC kommer kostnaderna fortsätta att minska. Nytt mål är att rörelsekostnaderna ska minska till 70 mkr i årstakt i mitten av 2025, från 370 mkr 2023 och 150 mkr i slutet av 2024.

Figur 14: PC kommer fasa ut



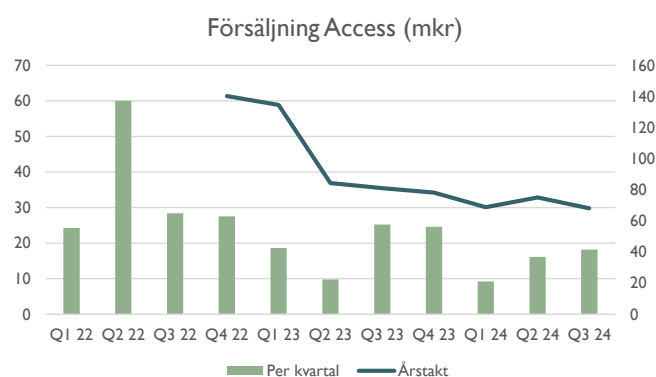
Källa: Fingerprints, Penser by Carnegie

### Fokus på Access

Efter att PC är utfasat kommer Access stå för lejonparten av omsättningen, åtminstone tills Payments tar fart. Till skillnad från PC är Access en global affär, medan både Mobile och PC som är Kina-centriska. Access fortsatte att växa sekventiellt i Q3. Historiska siffror är svåra att jämföra med då vi bedömer att sensorer till smarta dörlås i Kina stod för en stor andel av Access historiska försäljning. Därför är tillväxten positiv och bör ses som tillväxt från en ny bas. Vi bedömer att avtalen, till skillnad från PC, är mindre och att kundbasen är mer fragmenterad. Detta gör att försäljningen framöver borde vara mer stabil.

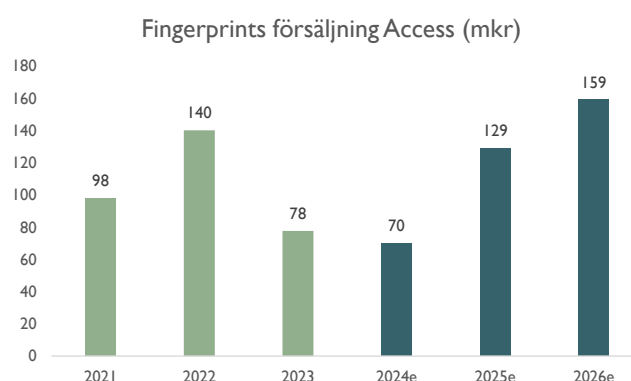
Efterfrågan för biometrisk autentisering är fortsatt stark, särskilt för FIDO-certifierade produkter (Fast IDentity Online – använder token för identifiering). Fingerprints har därför introducerat FPC AllKey, en biometrisk lösning med hög säkerhet för olika enheter, från smarta dörlås till kryptovaluta-plånböcker. Lanseringen bedöms stärka positionen på marknaden för passerkontroll och breddar bolagets adresserbara marknad inom säker autentisering. FPC AllKey kommer börja produceras under Q4'24.

Figur 15: Access försäljning har vuxit sekventiellt de senaste kvartalen...



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 16: ...och vi väntar oss fortsatt tillväxt 2025e-2026e



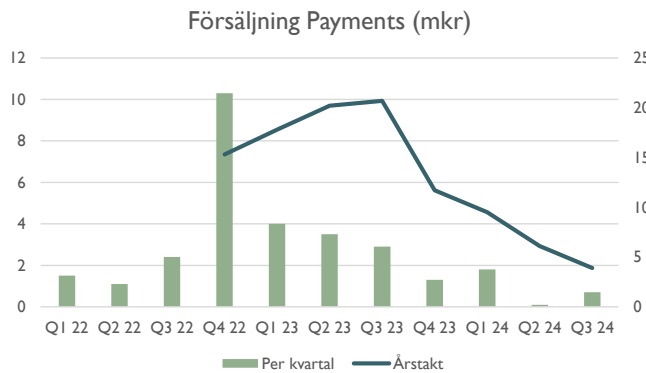
Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Fingerprints har också lanserat den senaste versionen av sin iris-mjukvara. Den sänker kostnaden för iris-hårdvaran vilket minskar barriären för nya kunder att anamma mjukvaran. Med den nya mjukvaruplattformen tar autentisering med iris-avläsning som teknologi ett stort steg framåt i termer av bekvämlighet och prismässighet. Enligt bolaget omdefinierar lösningen iris-autentiseringen då den klarar att autentisera en person från en mycket liten del av ansiktet med mycket hög tillförlitlighet. Lösningen fungerar problemfritt med glasögon, masker, smink, skägg och huvudbonader och kan skilja mellan syskon och enäggstvillingar. Iristeknologi bedöms kunna nå framgång inom till exempel access-kontroll, PC, bilar och kassor i butiker.

## Tajningen för genombrottet för biometriska betalkort är osäker

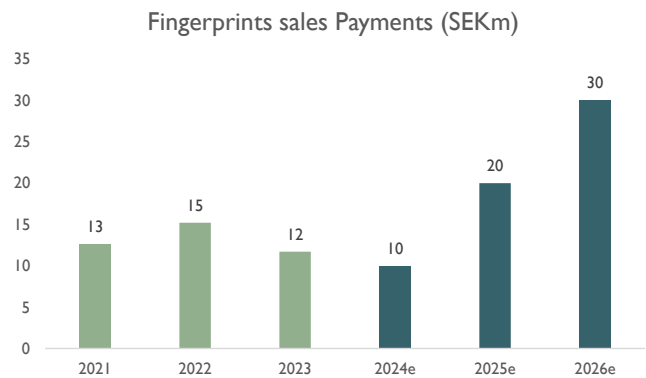
Försäljningen av biometriska betalkort har inte tagit fart som vi hade hoppats (Figur 17), och i Q3'24 var försäljningen nära noll. Enligt bolaget finns det tecken på att det kan vara på väg att lossna och det ser hög efterfrågan från Latinamerika, Mellanöstern och Afrika. Medan ekosystemet (Figur 19) fortsätter att investera för att driva efterfrågan är Fingerprints investeringsfas färdig för tillfället – det finns ingen anledning att släppa en ny generation av produkten innan försäljningen av biometriska betalkort tagit fart.

Figur 17: Försäljningen inom Payments har varit volatil...



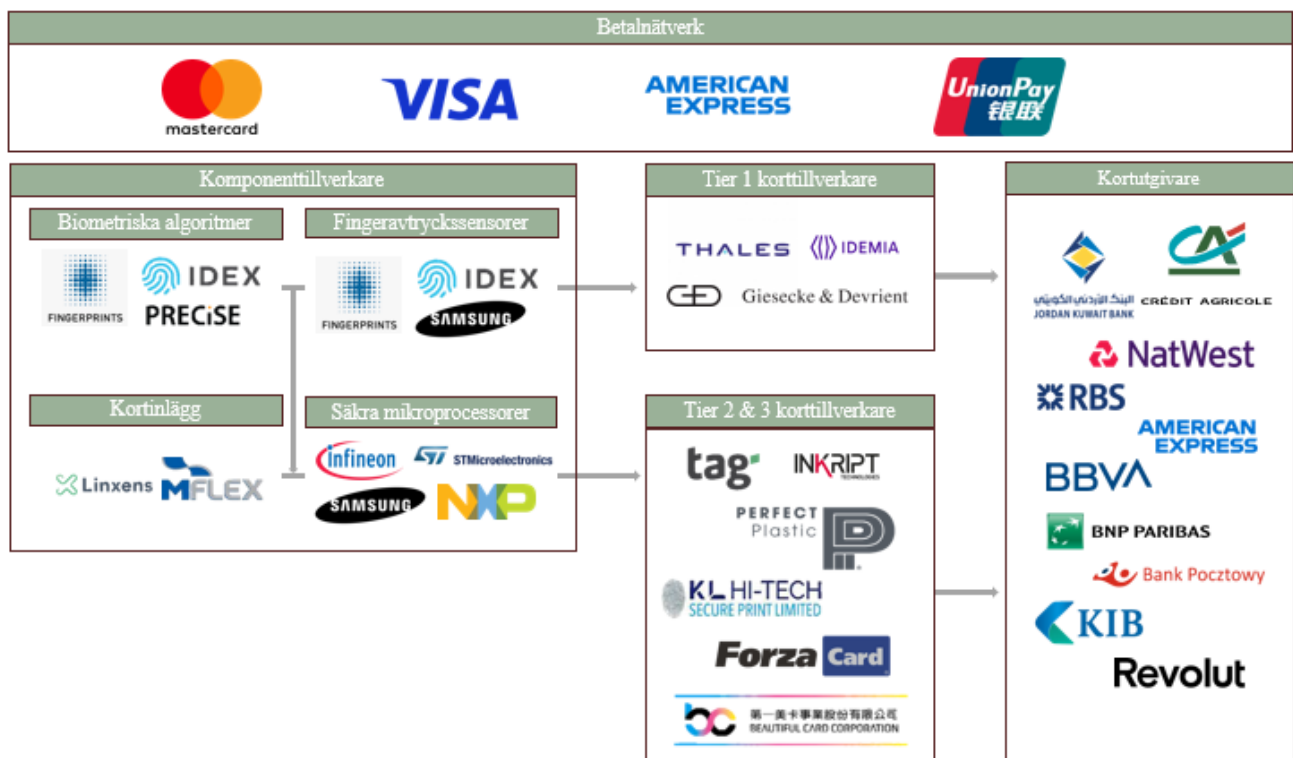
Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 18: ...men har legat mellan 10 och 15 mkr de senaste åren



Källa: Bolaget, Penser by Carnegie

Figur 19: Värdekedjan för biometriska kort

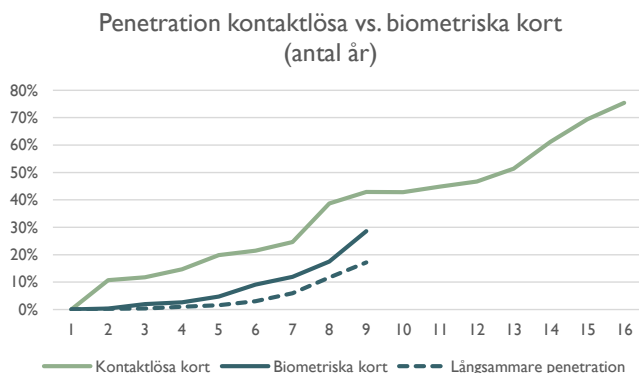


Källa: Penser by Carnegie

Ett exempel på hur värdekedjan fortsätter att investera är pressreleasen 17 september om att Infineon och Fingerprints kommer lansera en gemensam lösning med både säker mikroprocessor (secure element) och bietrisk autentiseringslösning. Kontaktlösa kort tog cirka åtta år att nå massmarknad eller cirka en miljard kort. Vi bedömer att potentialen att se en liknande utveckling för biometriska kort kvarstår (Figur 20-21), men anser också att tajningen för genombrottet är osäker.

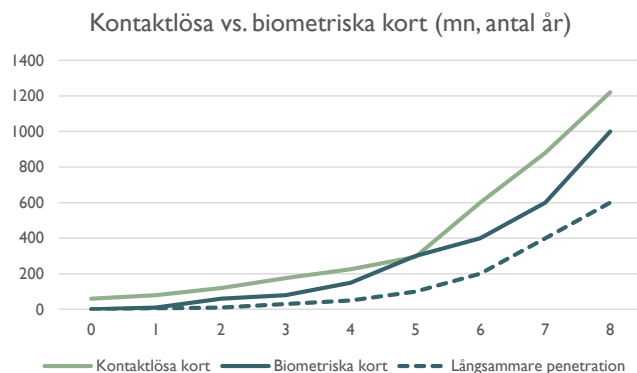


Figur 20: Vi räknar med likartad utveckling för biometriska kort som vi såg för kontaktlösa kort



Källa: Eurosmart, Penser by Carnegie

Figur 21: Det tog cirka åtta år för kontaktlösa kort att nå massmarknad



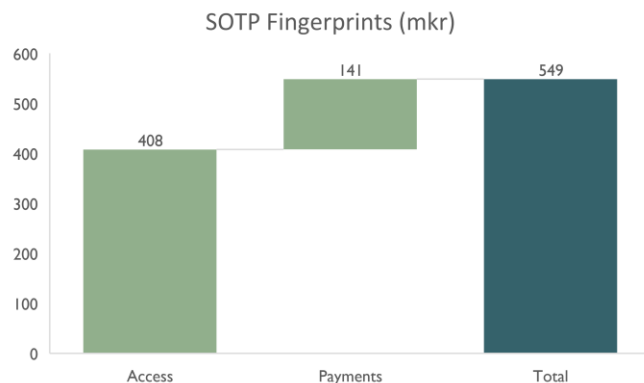
Källa: Eurosmart, Penser by Carnegie

## Värdering

Vi har värderat Fingerprints med en Sum-of-the-Parts-analys. Med fokus på Access borde tillväxtpotentialen öka och vi höjer därför vår multipel från 2x till 3x, men då osäkerheten i estimaten är hög då visibiliteten är låg höjer vi även vår WACC från 12% till 15%. Vi applicerar multipeln på försäljningen 2026 och nuvärdesberäknar värdet.

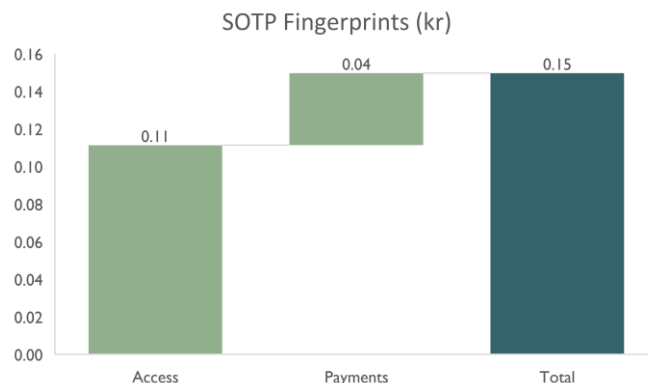
Vi plockar ut PC från vår värdering och sätter värdet på Access som den lägre delen i vårt värderingsintervall. Som beskrivet ovan är tajmingen för kommersiellt genombrott för biometriska betalkort osäker. Dessutom är det osäkert hur fort penetrationen går, och vi använder därför främsta konkurrenten IDEX som bas för värderingen. Den övre delen av intervallet inkluderar Payments (Figur 22-23).

Figur 22: Vi värderar Access till ca 400 mkr...



Källa: Penser by Carnegie

Figur 23: ...vilket motsvarar 0,11 kr per aktie



Källa: Penser by Carnegie

Resultaträkning								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>1 459</b>	<b>1 256</b>	<b>1 356</b>	<b>862</b>	<b>705</b>	<b>409</b>	<b>195</b>	<b>206</b>
Kostnad sålda varor	-1 128	-981	-959	-695	-616	-357	-129	-128
<b>Bruttoresultat</b>	<b>331</b>	<b>275</b>	<b>397</b>	<b>166</b>	<b>90</b>	<b>52</b>	<b>66</b>	<b>78</b>
Övriga rörelsekostnader	-202	-224	-312	-282	-294	-222	-66	-56
<b>EBITDA</b>	<b>129</b>	<b>-289</b>	<b>85</b>	<b>-549</b>	<b>-242</b>	<b>-432</b>	<b>1</b>	<b>22</b>
Jämförelsestörande poster	0	-341	0	-433	-38	-262	0	0
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>129</b>	<b>52</b>	<b>85</b>	<b>-116</b>	<b>-205</b>	<b>-170</b>	<b>1</b>	<b>22</b>
Avskrivningar	-143	-77	-93	-82	-78	-105	-24	-20
<b>EBITA, justerad</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-8</b>	<b>-198</b>	<b>-283</b>	<b>-275</b>	<b>-23</b>	<b>2</b>
<b>EBIT</b>	<b>-14</b>	<b>-366</b>	<b>-8</b>	<b>-631</b>	<b>-320</b>	<b>-537</b>	<b>-23</b>	<b>2</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>-14</b>	<b>-25</b>	<b>-8</b>	<b>-198</b>	<b>-283</b>	<b>-275</b>	<b>-23</b>	<b>2</b>
Finansnetto	-3	-15	7	-21	-55	-28	-8	-8
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-17</b>	<b>-381</b>	<b>-1</b>	<b>-652</b>	<b>-376</b>	<b>-565</b>	<b>-31</b>	<b>-6</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>-17</b>	<b>-41</b>	<b>-1</b>	<b>-219</b>	<b>-338</b>	<b>-303</b>	<b>-31</b>	<b>-6</b>
Total skatt	4	40	1	66	36	-118	7	1
<b>Nettoresultat</b>	<b>-14</b>	<b>-341</b>	<b>0</b>	<b>-586</b>	<b>-340</b>	<b>-682</b>	<b>-24</b>	<b>-5</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>-14</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-153</b>	<b>-302</b>	<b>-420</b>	<b>-24</b>	<b>-5</b>
Omsättningsstillväxt	Neg.	-14%	8%	-36%	-18%	-42%	-52%	5%
Bruttomarginal	22,7%	21,9%	29,3%	19,3%	12,7%	12,8%	34,0%	37,8%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%
EPS, justerad	-0,04	0,00	0,00	-0,50	-0,65	-0,20	-0,01	0,00
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys								
	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	-14	-366	-8	-631	-320	-537	-23	2
Övriga kassaflödesposter	148	437	127	462	-12	277	16	12
Förändringar i rörelsekapital	27	87	-95	-165	244	-4	-13	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>160</b>	<b>158</b>	<b>24</b>	<b>-334</b>	<b>-88</b>	<b>-263</b>	<b>-20</b>	<b>13</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-1	-2	-5	-1	0	0	0	0
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	-94	-118	-86	-104	-47	-12	-9	-9
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-95</b>	<b>-119</b>	<b>-91</b>	<b>-105</b>	<b>-47</b>	<b>-12</b>	<b>-9</b>	<b>-9</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>66</b>	<b>39</b>	<b>-67</b>	<b>-439</b>	<b>-136</b>	<b>-276</b>	<b>-30</b>	<b>4</b>
Förvärv och avyttringar	-21	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	-190	0	341	301	274	0	0
Förändring av skulder	0	0	75	0	-315	8	32	-2
Övriga poster	-20	-19	-16	-13	-11	-6	-3	-2
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>-40</b>	<b>-209</b>	<b>58</b>	<b>328</b>	<b>-26</b>	<b>276</b>	<b>30</b>	<b>-4</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>25</b>	<b>-170</b>	<b>-8</b>	<b>-110</b>	<b>-161</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>-507</b>	<b>-354</b>	<b>-59</b>	<b>43</b>	<b>-2</b>	<b>5</b>	<b>38</b>	<b>36</b>

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	843	502	555	316	305	121	121	121
Övriga immateriella tillgångar	285	258	283	222	200	80	68	59
Materiella anläggningstillgångar	16	7	7	4	3	3	3	3
Finansiella anläggningstillgångar	18	47	54	122	172	72	78	80
Övriga anläggningstillgångar	33	25	24	25	14	14	14	15
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>1 195</b>	<b>838</b>	<b>923</b>	<b>689</b>	<b>694</b>	<b>290</b>	<b>285</b>	<b>278</b>
Varulager	253	136	159	304	134	61	39	41
Kundfordringar	197	196	280	128	121	41	39	41
Övriga omsättningstillgångar	28	28	63	50	26	22	20	20
Likvida medel och kortfristiga placeringar	564	377	374	274	110	110	110	110
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>1 042</b>	<b>737</b>	<b>876</b>	<b>756</b>	<b>390</b>	<b>235</b>	<b>208</b>	<b>212</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>2 237</b>	<b>1 575</b>	<b>1 799</b>	<b>1 446</b>	<b>1 084</b>	<b>524</b>	<b>493</b>	<b>490</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	1 799	1 183	1 027	867	692	283	259	255
<b>Summa eget kapital</b>	<b>1 799</b>	<b>1 183</b>	<b>1 027</b>	<b>867</b>	<b>692</b>	<b>283</b>	<b>259</b>	<b>255</b>
Långfristiga räntebärande skulder	0	0	293	294	73	81	113	111
Långfristiga leasingskulder	39	10	12	12	7	7	7	7
Övriga långfristiga skulder	12	21	17	13	7	7	7	7
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>50</b>	<b>30</b>	<b>321</b>	<b>319</b>	<b>86</b>	<b>94</b>	<b>126</b>	<b>124</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	0	22	22	22	22
Leverantörsskulder	235	201	222	74	104	41	39	41
Kortfristiga leasingskulder	18	13	11	11	6	6	6	6
Övriga kortfristiga skulder	135	148	218	174	174	78	41	42
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>388</b>	<b>362</b>	<b>451</b>	<b>260</b>	<b>306</b>	<b>147</b>	<b>108</b>	<b>112</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>2 237</b>	<b>1 575</b>	<b>1 799</b>	<b>1 446</b>	<b>1 084</b>	<b>524</b>	<b>493</b>	<b>490</b>

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäktstillväxt	Neg.	-14%	8%	-36%	-18%	-42%	-52%	5%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	-60%	66%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	N.m.
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
Bruttomarginal	22,7%	21,9%	29,3%	19,3%	12,7%	12,8%	34,0%	37,8%
EBITDA-marginal	8,8%	Neg.	6,3%	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%	10,6%
EBITDA-marginal, justerad	8,8%	4,1%	6,3%	Neg.	Neg.	Neg.	0,3%	10,6%
EBIT-marginal	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,0%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	Neg.	0,0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	Neg.	0%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
ROCE, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%
ROIC, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Varulager / totala intäkter	17%	11%	12%	35%	19%	15%	20%	20%
Kundfordringar / totala intäkter	14%	16%	21%	15%	17%	10%	20%	20%
Leverantörsskulder / KSV	21%	20%	23%	11%	17%	11%	30%	32%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	29%	23%	36%	18%	32%	18%	55%	61%
Rörelsekapital / totala intäkter	7%	1%	5%	27%	0%	1%	9%	9%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	1,0x	1,0x	0,7x	0,9x	1,0x	0,5x	0,5x

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	-507	-354	-59	43	-2	5	38	36
Soliditet	80%	75%	57%	60%	64%	54%	53%	52%
Nettoskulsättningsgrad	-0,3x	-0,3x	-0,1x	0,0x	0,0x	0,0x	0,1x	0,1x
Nettoskuld / EBITDA	-3,9x	N.m.	-0,7x	N.m.	N.m.	N.m.	70,5x	1,6x

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	-0,04	-1,13	0,00	-1,92	-0,73	-0,32	-0,01	0,00
EPS, justerad	-0,04	0,00	0,00	-0,50	-0,65	-0,20	-0,01	0,00
FCF per aktie	0,21	0,13	-0,23	-1,44	-0,29	-0,13	-0,01	0,00
Eget kapital per aktie	5,73	3,92	3,49	2,84	1,48	0,13	0,07	0,07
Antal aktier vid årets slut, m	314	302	294	305	466	2 131	3 668	3 668
Antal aktier efter utspädning, snitt	314	302	294	305	466	2 131	3 668	3 668

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

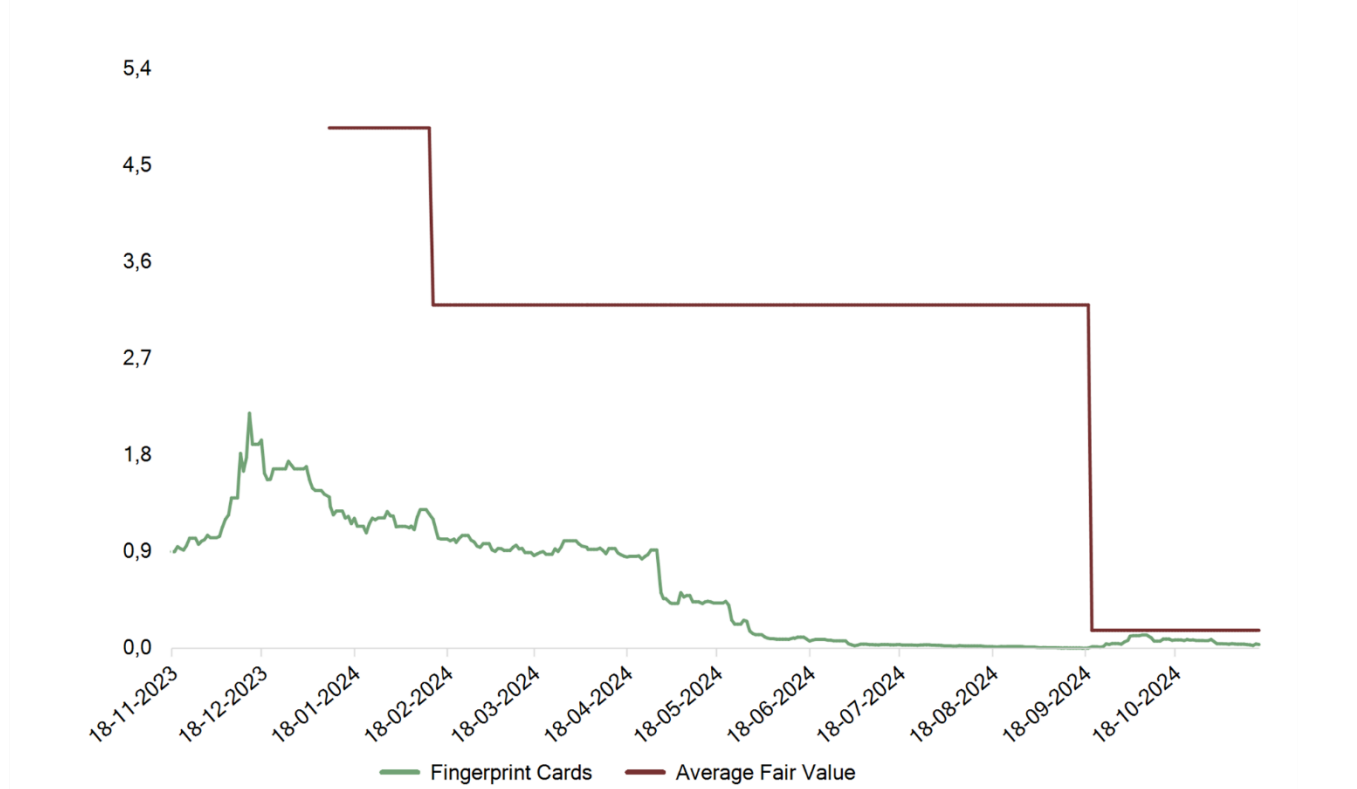
## Värdering

	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	Neg.	Neg.	100x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.
P/EK	3,3x	4,4x	5,9x	1,0x	1,2x	0,6x	1,2x	1,2x
P/FCF	90,4x	100x	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	75,1x
FCF-yield	1%	1%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	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%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,7x	3,9x	4,4x	1,5x	1,4x	0,6x	1,3x	1,3x
EV/EBITDA, justerad	42,1x	94,9x	70,6x	Neg.	Neg.	Neg.	100x	12,0x
EV/EBIT, justerad	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	100x
EV	5 420	4 895	6 025	1 277	1 018	260	260	260
Aktiekurs	18,9	17,4	20,7	2,9	1,7	0,08	0,08	0,08

Källa: Fingerprint Cards, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Fingerprint Cards (FINGB SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC

# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagens substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikers rapporteringslinjer och analytikers ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikers handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepapperen från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95