



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sverige | 16 November 2021

Sivers Semiconductors

Dämpad efterfrågan i närtid

Q3 lägre än konsensus

Försäljning och resultat i Q3 var lägre än Factset konsensus. Även om kvartalet tyngdes av extra kostnader relaterade till förvärvet av MixComm, anser vi att kvartalet var åt det svagare hållet. Sivers citerar komponentbrist enligt känt mönster samt fortsatta effekter av pandemin som dämpande faktorer. Bolaget behåller dock sin positiva syn på längre sikt, vilket vi delar.

Nerjusterade prognoser

Vi har justerat ner våra prognoser, med störst påverkan på nästkommande 9 månader. Vi förväntar oss att samma dämpande faktorer som hämmade försäljningen i Q3 kommer att kvarstå i det korta perspektivet. Vi har även justerat ner våra 2023-2025 prognoser då förseningen sannolikt spiller över på kommande år. Vi har en fortsatt optimistisk syn på marknaden, men beaktar att intjäningsprofilen sannolikt har förskjutits i tid.

Nytt motiverat värde 27–29 kr

Vi sänker vårt motiverade värde till 27-29 kr (28-30 kr), på grund av en lägre förväntad försäljning. Vi värderar Sivers med en EV/S multipel på 5, applicerat på vår prognos för 2025 och diskonterat till nuvärde med en WACC på 8,5%. Värderingen baseras på multiplar på liknande företag inom Sivers bägge affärsområden.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)					Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	27.0 - 29.0	
EPS, just 21e	-0.67	-0.34	-96.5%	Sales, mkr	96	117	322	893	Aktiekurs	SEK21.6
EPS, just 22e	-0.24	-0.05	-341.5%	Tillväxt	(0)%	22%	174%	178%	Riskenivå	High
EPS, just 23e	0.36	0.61	-39.9%	EBITDA, mkr	(55.4)	(100.7)	(14.6)	234		
				EBIT, mkr	(85)	(136)	(59)	135		
				EPS, justerad	(0.3)	(0.7)	(0.2)	0.4		
				EPS tillväxt	39%	(54)%	136%	(252)%		
				EK/aktie	2.5	3.8	7.7	7.8		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(59.9)%	(78.1)%	(16.2)%	14.5%		
				ROE	(47.7)%	(20.5)%	(4.0)%	5.8%		
				ROCE	(23.9)%	(35.7)%	(4.9)%	7.0%		
				EV/Sales	47.8x	39.2x	14.3x	5.1x		
				EV/EBITDA	(82.9)x	(45.6)x	(314.5)x	19.6x		
				EV/EBIT	(53.8)x	(33.8)x	(77.4)x	34.1x		
				P/E, justerad	(73.5)x	(32.1)x	(89.9)x	59.2x		
				P/EK	8.6x	5.7x	2.8x	2.8x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(2.5)%	(3.7)%	(33.6)%	2.4%		
				Nettosk./EBITDA	3.3g	3.9g	(21.3)g	1.1g		

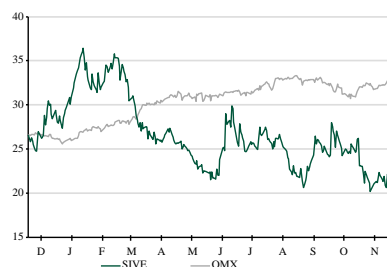
Kommande händelser

Q4 2021 15 Februari 2022

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier 213m
 Börsvärde 4,599
 Nettoskuld (6)
 EV 4,593
 Daglig handelsvolym, snitt 530(k)
 Reuters/Bloomberg SIVE.ST/SIVE.SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

orjan.roden@penser.se



Sammanfattning

Dämpad efterfrågan i närtid

Investment Case

Sivers affärsområden har starka positioner på marknader som förväntas uppvisa väsentlig tillväxt kommande år. För att bygga ut mobila nätverk för 5G kommer millimetervåg, i kombination med Fixed Wireless Access (FWA), att växa starkt. Sivers är idag den enda aktör som kan erbjuda full bandbredd i millimetervåg med sina chipset. Denna konkurrensfördel har möjliggjort de stora orders som Sivers tagit under 2020 inom FWA-marknaden.

Sivers utmaning är att konvertera redan tagna orders till ökad försäljning och förbättrat resultat, för att på sikt skapa ett kassaflöde som täcker kostnader för utveckling och drift. Vi förväntar oss även uppbyggnad av produktionskapacitet för att hantera redan tagna orders, vilket sannolikt kommer att kräva ytterligare extern finansiering.

I ett längre perspektiv behöver Sivers även konvertera Design wins till ökat orderintag, försäljning och förbättrat, och klart positivt resultat, för att nå våra prognoser och därmed utvecklas mot vårt motiverade värde.

Bolagsprofil

Sivers Semiconductors omfattar två affärsområden inom kommunikation: Wireless och Photonics. Både Wireless och Photonics har lyckats karva ut varsin nisch inom vilken konkurrensen är begränsad. Wireless har flera konkurrenter som tillverkar chip, men få som är verksamma inom millimetervåg och högfrekvens. Photonics är ett av få bolag som har tillverkning av optiska komponenter separat, snarare än totallösningar.

Värdering

Vårt motiverade värde är 27-29 kr per aktie. Sivers har flera projekt som börjar generera större intäkter längre fram i tiden och vi baserar därför vår värdering på bolagets intjäningsförmåga om några år; vi har utgått från prognosåret 2025. En värdering i linje med liknande bolag om 5x sales och drygt 1,8 mdkr i intäkter 2025, diskonterat till nuvärde med en WACC på 8,5%, ger ett värde om 28 kr per aktie. Vi har utgått från att det nyligen annonserade förvärvet av MixComm kommer att genomföras och att den i samband med förvärvet föreslagna nyemissionen kommer att genomföras som planerat.

Enligt våra prognoser kommer Sivers att uppvisa ett negativt fritt kassaflöde för både 2021 & 2022, där förvärvet av MixComm har en stor påverkan, men därefter bedömer vi att bolaget vänder till ett positivt fritt kassaflöde i takt med ökade intäkter och därmed kraftigt förbättrat resultat.

Estimatändringar

Vi har justerat ner våra prognoser då vi förväntar en fortsatt dämpad efterfrågan i de närmaste 3 kvartalen, vilket även till viss del påverkar nästkommande år.

Estimatändringar

Nya estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	117	322	893
Tillväxt	22%	174%	178%
EBIT	-136	-59	135
EPS	-0,67	-0,24	0,36

Tidigare estimat	2021e	2022e	2023e
Omsättning	143	444	998
EBIT	-87	34	265
EPS	-0,34	-0,05	0,61

Förändring i %	2021e	2022e	2023e
Omsättning	-18%	-28%	-10%
EBIT	-	-	-49%

Känslighetsanalys (kr/aktie)

EV/S	WACC		
	7,5%	8,5%	9,5%
4	24	23	22
4,5	27	26	24
5	30	28	27
5,5	33	31	30

Källa: EPB

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	18	66	72	96	96	117	322	893
Övriga intäkter	6	13	17	10	9	10	16	11
Aktiverat arbete för egen räkning	11	17	49	43	37	47	28	28
Kostnad sålda varor	-5	-27	-45	-40	-26	-53	-151	-447
Bruttovinst	30	69	93	110	116	121	214	486
Övriga rörelsekostnader	-50	-89	-145	-158	-172	-222	-229	-252
EBITDA	-20	-20	-53	-48	-55	-101	-15	234
Avskrivningar	-6	-32	-17	-30	-30	-35	-45	-99
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-26	-51	-70	-78	-85	-136	-59	135
Finansiella intäkter	0	1	0	0	7	0	2	2
Finansiella kostnader	0	-1	-10	-9	-123	-3	-10	-34
Resultat före skatt	-26	-52	-80	-87	-201	-138	-67	103
Skatter	0	6	8	11	6	1	0	-6
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-46	-72	-76	-196	-137	-67	97

Källa: EPB

Kassaflöde

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Resultat	-26	-51	-70	-78	-86	-136	-59	135
Icke kassaflödespåverkande poster	7	31	32	36	63	43	45	99
Finansiella poster	0	0	-9	7	5	-2	-8	-32
Förändringar i rörelsekapital	-5	-10	8	-8	-23	-2	-23	-33
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-24	-30	-39	-43	-40	-97	-45	169
Investeringar	-18	-33	-65	-52	-40	-29	-1 542	-45
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-42	-64	-104	-95	-80	-126	-1 587	124
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	9	74	64	85	268	400	906	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-3	33	4	19	12	-12	400	0
Kassaflöde	-36	43	-36	9	200	262	-281	124
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-18	56	11	19	-183	-392	311	269

Källa: EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
TILLGÅNGAR								
Goodwill	3	138	135	135	135	135	135	135
Övriga immateriella tillgångar	27	63	104	132	148	170	1 324	1 317
Materiella anläggningstillgångar	2	29	45	58	61	96	438	391
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	32	229	283	324	344	401	1 897	1 843
Varulager	5	16	14	10	15	29	50	89
Kundfordringar	6	23	22	19	20	34	50	111
Övriga omsättningstillgångar	6	18	17	19	20	24	68	132
Likvida medel	19	62	42	52	250	455	153	195
Summa omsättningstillgångar	35	119	96	100	304	543	322	527
SUMMA TILLGÅNGAR	67	348	380	424	647	943	2 219	2 370
EGET KAPITAL OCH SKULDER								
Eget kapital	56	197	274	289	532	803	1 638	1 662
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	56	197	274	289	532	803	1 638	1 662
Långfristiga finansiella skulder	1	118	41	16	39	48	48	48
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	10	12	23	6	406	406
Summa långfristiga skulder	1	119	51	28	62	55	455	455
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	40	0	4	4	4
Leverantörsskulder	3	12	21	14	14	16	33	89
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	8	21	34	54	39	65	89	160
Summa kortfristiga skulder	11	33	55	107	53	86	126	253
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	67	348	380	424	647	943	2 219	2 370

Källa: EPB

Värdering

	2020A	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	Neg.	Neg.	Neg.	47,5
P/EK	8,6	5,7	2,8	2,8
P/FCF	Neg.	Neg.	Neg.	37,1
Direktavkastning	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%
EV/Sales	47,8	39,2	14,3	5,1
EV/EBITDA	Neg.	Neg.	Neg.	19,6
EV/EBIT	Neg.	Neg.	Neg.	34,1
Aktiekurs, årets slut	21,56			
EV, årets slut	4 207			

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2020A	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	0%	22%	174%	178%
EBIT, tillväxt	N.m	N.m	N.m	N.m
EPS tillväxt	N.m	N.m	N.m	N.m
EBITDA-marginal	-58%	-86%	-5%	26%
EBIT-marginal	-89%	-116%	-18%	15%
Skattesats	0%	0%	0%	6%

Källa: EPB

Lönsamhet

	2020A	2021E	2022E	2023E
ROE	-37%	-17%	-4%	6%
ROCE	-41%	-19%	-4%	7%

Källa: EPB

Kapitalbindning

	2020A	2021E	2022E	2023E
Investeringar	40	29	1542	45
Investeringar/omsättning	41%	25%	479%	5%
Varulager/omsättning	15%	25%	16%	10%
Kundfordringar/omsättning	20%	29%	16%	12%
Leverantörsskulder/omsättning	15%	14%	10%	10%
Röreskapital/omsättning	261%	390%	61%	31%
Kapitalomsättningshastighet	0,15	0,12	0,14	0,38

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2020A	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld, rapporterad	-183	-392	311	269
Soliditet	82%	85%	74%	70%
Skuldsättningsgrad	18%	15%	26%	30%
Nettoskuld/EBITDA	3,3	3,9	-21,3	1,1

Källa: EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde skall framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Vad gäller risk klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se