



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sverige | 25 Februari 2022

Sivers Semiconductors

5G order pausas tillsvidare

Väsentlig order pausas

Sivers Semiconductors meddelade att den stora order för 5G millimeter våg på 480mkr som annonserades i augusti 2020 pausas tillsvidare. Orsaken är generella förseningar vilket gör att kundens kund har missat sitt marknadsfönster.

Nerjusterade prognoser

Vi tar tagit bort ordervärdet från vår modell; vi bedömer sannolikheten som låg att ordern kommer tillbaka under vår prognoshorisont. Sammantaget leder det till lägre försäljningsprognoser på 11% och 15% för 2023 och 2024. Vi sänker även våra EBIT-prognoser med 88% och 41% för samma år. Vår prognos för 2022 är oförändrad.

Nytt motiverat värde 11,5–12,5 kr

Vi sänker vårt motiverade värde till 11,5-12,5 kr (20,5-21,5 kr). Vi applicerar en rabatt på 33% på vårt framräknade värde baserat på multiplar från liknande bolag (EV/S 4x baserat på vår bedömning av försäljningen 2025 samt diskonterat till nuvärde). Att en så pass stor order kan dras tillbaka påvisar en extra hög risk i dagens klimat med stora komponentförseningar och pandemieffekter, vilket motiverar en rabatt.

Estimatändring (kr)				Prognos (kr)				Värde och risk		
	Nu	Förr		21	22e	23e	24e	Motiverat värde	11.5 - 12.5	
EPS, justerad 22e	-0.6	-0.6	0.0%	Omsättning, mkr	91	217	673	1,040	Aktiekurs	SEK7.5
EPS, justerad 23e	-0.2	0	-1,784.8%	Tillväxt	(6)%	139%	211%	54%	Riskenivå	High
EPS, justerad 24e	0.4	0.8	-44.5%	EBITDA, mkr	(107.2)	(86.3)	110	236		
				EBIT, mkr	(141)	(134)	6	134		
				EPS, justerad	(0.8)	(0.6)	(0.2)	0.4		
				EPS tillväxt	(54)%	136%	(252)%	99%		
				EK/aktie	3.7	7.3	7.1	7.0		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	(91.3)%	(47.0)%	0.7%	12.0%		
				ROE	(20.1)%	(11.6)%	(2.5)%	6.1%		
				ROCE	(36.2)%	(11.3)%	0.4%	6.7%		
				EV/Sales	13.3x	5.6x	1.8x	1.2x		
				EV/EBITDA	(11.2)x	(13.9)x	10.9x	5.1x		
				EV/EBIT	(8.5)x	(9.0)x	218.4x	9.0x		
				P/E, justerad	(9.3)x	(11.9)x	(42.5)x	17.9x		
				P/EK	2.0x	1.0x	1.1x	1.1x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(7.8)%	(56.1)%	(2.7)%	0.7%		
				Nettosk./EBITDA	3.7g	(4.2)g	4.1g	2.3g		

Kommande händelser

Årsredovisning 2021	2022-04-22
Delårsrapport Q1 2022	2022-05-11
Delårsrapport Q2 2022	2022-07-21
Delårsrapport Q3 2022	2022-10-27
Delårsrapport Q4 2022	2023-02-16

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	213m
Börsvärde	1,600
Nettoskuld	(398)
EV	1,202
Daglig handelsvolym, snitt	515(k)
Reuters/Bloomberg	SIVE.ST/SIVE:SS

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

orjan.roden@penser.se



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Industri | Sverige | 25 Februari 2022

Sammanfattning

5G order pausas tillsvidare

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 11,5-12,5 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 vår bedömning av försäljningen 2025. En värdering i linje med liknande bolag om 4x sales och drygt 1,3 mdkr i intäkter 2025, diskonterat till nuvärde med en WACC på 8,5%, ger ett värde om 18 kr per aktie. Givet den osäkerhet som präglar de marknader som Sivers Semiconductors är verksamt på applicerar vi en rabatt på 33% på detta värde.

Enligt våra prognoser kommer Sivers att uppvisa ett negativt fritt kassaflöde för både 2022 & 2023, 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.

Estimatförändringar

Nya estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	217	673	1040
Tillväxt	139%	211%	54%
EBIT	-134	6	134
EPS	-0,63	-0,18	0,42

Tidigare estimat	2022e	2023e	2024e
Omsättning	217	753	1 220
EBIT	-134	47	226
EPS	-0,63	0,01	0,76

Förändring i %	2022e	2023e	2024e
Omsättning	0%	-11%	-15%
EBIT	0%	-88%	-41%

Källa: EPB

Känslighetsanalys

EV/S	WACC		
	7,5%	8,5%	9,5%
3	9	9	9
3,5	11	10	10
4	12	12	12
4,5	14	13	13

Källa: EPB

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	18	66	72	96	96	91	217	673	1 040
Övriga intäkter	6	13	17	10	9	7	8	8	12
Aktiverat arbete för egen räkning	11	17	49	43	37	56	60	60	60
Kostnad sålda varor	-5	-27	-45	-40	-26	-31	-102	-337	-520
Bruttovinst	30	69	93	110	116	124	183	404	592
Övriga rörelsekostnader	-50	-89	-145	-158	-172	-231	-269	-294	-356
EBITDA	-20	-20	-53	-48	-55	-107	-86	110	236
Avskrivningar	-6	-32	-17	-30	-30	-34	-47	-105	-102
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBIT	-26	-51	-70	-78	-85	-141	-134	6	134
Finansiella intäkter	0	1	0	0	7	5	2	2	2
Finansiella kostnader	0	-1	-10	-9	-123	-3	-10	-50	-50
Resultat före skatt	-26	-52	-80	-87	-201	-139	-142	-42	86
Skatter	0	6	8	11	6	5	0	4	6
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat (rapporterat)	-26	-46	-72	-76	-196	-134	-142	-38	92

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Resultat	-26	-51	-70	-78	-86	-141	-134	6	134
Icke kassaflödespåverkande poster	7	31	32	36	63	32	47	105	102
Finansiella poster	0	0	-9	7	5	2	-8	-48	-48
Förändringar i rörelsekapital	-5	-10	8	-8	-23	25	-41	-27	-22
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-24	-30	-39	-43	-40	-81	-135	36	166
Investeringar	-18	-33	-65	-52	-40	-111	-1 527	-116	-140
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt kassaflöde	-42	-64	-104	-95	-80	-192	-1 662	-80	26
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	9	74	64	85	268	389	906	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-3	33	4	19	12	-12	400	200	0
Kassaflöde	-36	43	-36	9	200	184	-356	120	26
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld	-18	56	11	19	-183	-398	362	450	545

Källa: EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	3	138	135	135	135	135	135	135	135
Övriga immateriella tillgångar	27	63	104	132	148	184	1 300	1 339	1 389
Materiella anläggningstillgångar	2	29	45	58	61	102	465	437	425
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	32	229	283	324	344	421	1 900	1 911	1 949
Varulager	5	16	14	10	15	23	32	65	71
Kundfordringar	6	23	22	19	20	23	32	81	119
Övriga omsättningstillgångar	6	18	17	19	20	28	36	89	161
Likvida medel	19	62	42	52	250	456	97	208	113
Summa omsättningstillgångar	35	119	96	100	304	531	197	443	464
SUMMA TILLGÅNGAR	67	348	380	424	647	951	2 097	2 354	2 412
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	56	197	274	289	532	799	1 564	1 518	1 493
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	56	197	274	289	532	799	1 564	1 518	1 493
Långfristiga finansiella skulder	1	118	41	16	39	43	43	43	43
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	0	0	10	12	23	6	406	606	606
Summa långfristiga skulder	1	119	51	28	62	49	449	649	649
Kortfristiga finansiella skulder	0	0	0	40	0	4	4	4	4
Leverantörsskulder	3	12	21	14	14	22	21	65	95
Skatteskulder	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	8	21	34	54	39	78	59	119	171
Summa kortfristiga skulder	11	33	55	107	53	104	84	188	270
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	67	348	380	424	647	951	2 097	2 354	2 412

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Omsättningsstillväxt	-14%	260%	9%	35%	0%	-6%	139%	211%	54%
EPS-tillväxt, justerad	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Bruttomarginal	82%	68%	63%	71%	80%	79%	63%	54%	53%
EBITDA-marginal	-56%	-20%	-38%	-32%	-39%	-69%	-30%	15%	21%
EBIT-marginal	-74%	-54%	-51%	-52%	-60%	-91%	-47%	1%	12%
Skattesats	0%	12%	10%	13%	3%	4%	3%	9%	-7%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-38%	-36%	-31%	-27%	-48%	-20%	-12%	-3%	6%
ROCE, justerad	-78%	-35%	-26%	-26%	-16%	-36%	-11%	0%	7%
ROIC	-46%	-15%	-22%	-22%	-34%	-16%	-7%	-2%	4%
Investeringar, mkr	18	25	65	52	40	92	1 527	116	140
Investeringar / omsättning	101%	38%	90%	54%	41%	102%	705%	17%	13%
Försäljning- och administrationskostnader / omsättning	272%	136%	206%	196%	179%	255%	124%	44%	34%
Varulager / omsättning	26%	25%	20%	10%	15%	26%	15%	10%	7%
Kundfordringar / omsättning	30%	35%	31%	20%	20%	26%	15%	12%	11%
Leverantörsskulder / omsättning	16%	18%	29%	14%	15%	24%	10%	10%	9%
Rörelsekapital / omsättning	48%	61%	19%	-4%	5%	51%	22%	14%	14%
Kapitalomsättningshastighet	0,5x	0,3x	0,4x	0,4x	0,2x	0,2x	0,1x	0,3x	0,5x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-18	56	11	19	-183	-398	362	450	545
Soliditet	83%	57%	72%	68%	82%	84%	75%	64%	62%
Nettoskuldssättningsgrad	-33%	29%	4%	7%	-34%	-50%	23%	30%	37%
Nettoskuld / EBITDA	0,9x	-2,9x	-0,2x	-0,4x	3,3x	3,7x	-4,2x	4,1x	2,3x

Källa: EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS, rapporterad	-0,59	-0,49	-0,61	-0,60	-1,37	-0,83	-0,64	-0,18	0,43
EPS, justerad	-0,59	-0,49	-0,61	-0,60	-1,27	-0,81	-0,63	-0,18	0,42
FCF per aktie	-0,96	-0,68	-0,87	-0,75	-0,56	-1,09	-7,79	-0,38	0,10
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,5	2,1	2,3	2,2	3,4	4,6	7,3	7,1	7,0
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	43,5	93,1	118,4	126,2	154,4	165,2	218,9	218,9	218,9

Källa: EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerat	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	33,3x
P/EK	10,3x	3,0x	2,9x	14,1x	5,6x	3,0x	1,9x	2,0x	2,0x
P/FCF	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	143,7x
Direktavkastning	0,0%	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%
EV/Sales	10,8x	9,9x	11,1x	42,4x	27,0x	20,2x	15,4x	5,1x	3,4x
EV/EBITDA	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	30,9x	14,9x
EV/EBIT, justerat	neg	neg	neg	neg	neg	neg	neg	620,6x	26,3x
Aktiekurs, årets slut	5,0	6,4	6,6	30,9	19,4	13,9	13,9	13,9	13,9
EV, årets slut	197	650	793	4 085	2 594	1 835	3 327	3 415	3 510

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 grunda sig 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