



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Halvledare & Halvledarutrustning | Sverige | 27 oktober 2022

Sivers Semiconductors

Volymförsäljning dröjer ytterligare

Q3'22 åt det svagare hållet

Sivers Semiconductors rapporterade en försäljning på 28,2 mkr (26,5 mkr), en ökning i med 6%. I fasta valutakurser blev förändringen -2%. Försäljningen består fortfarande framför allt av NRE-försäljning och större volymförsäljning dröjer ytterligare. Wireless hade en bra försäljningsutveckling, +104% till 11,3 mkr, samtidigt som försäljningen inom Photonics minskade med 19% till 16,9 mkr. Justerad EBITDA på -23,1 mkr innebar en försämring från motsvarande period föregående år (-8,5 mkr) men en förbättring på rapporterad basis på grund av extrakostnader under Q3'21.

Vi behåller estimat och motiverat värde

Vi behåller våra estimat och motiverat värde. Bolaget behåller sin syn att man står inför större volymförsäljningar i närtid, vilket också reflekteras i våra estimat. Vi behåller även vårt motiverade värde på 9,5-10,5 kr per aktie. Vårt motiverade värde bygger på en multipelvärdering av betydligt större, och lönsamma konkurrenter, i USA.

Intressanta möjligheter, men påtagliga bevis på volymförsäljning krävs för en omvärdering

Sivers har intressanta produkter på marknader med förväntad hög tillväxt, som 5G och SATCOM. Förvärvet av MixComm innebär stora möjligheter, inte minst på den amerikanska marknaden. Vi bedömer dock att aktiemarknaden vill se mer påtagliga bevis på att volymförsäljning tar fart för att aktien skall nå vårt motiverade värde.

Estimatändring (kr)				Prognos (mkr)				Värde och risk														
	22e	Δ%	23e	Δ%	21	22e	23e	24e	Motiverat värde	9,5 - 10,5 kr												
Totala intäkter	246	0,0	776	0,0	Totala intäkter	154	246	776	Aktiekurs	8,0 kr												
EBIT, just.	-130	0,0	14	0,0	Intäktstillväxt	8%	59%	215%	Riskenivå	High												
EPS, just.	-0,6	0,0	0,0	0,0	EBITDA, just.	-107	-30	116	<div style="background-color: #006633; color: white; padding: 5px; text-align: center;">Kursutveckling 12 mån</div>													
Kommande händelser				EBIT, just.	-141	-130	14	141														
				EPS, just.	-0,8	-0,6	0,0	0,5														
Q4 - rapport	16 februari 2023			EPS-tillväxt	36%	29%	108%	984%														
Bolagsfakta (mkr)				EK/aktie	5,0x	5,5x	5,6x	6,1x														
				Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	-														
Antal aktier	214			EBIT-marginal	Neg.	Neg.	1,8%	12,7%														
Börsvärde	1 883			ROE, just.	Neg.	Neg.	0,8%	8,7%														
Nettoskuld	-183			ROCE, just.	-20,0%	-11,7%	1,3%	11,1%														
EV	1 700			EV/Sales	17,4x	6,9x	2,3x	1,7x														
Free float	67%			EV/EBITDA	-25,0x	-57,2x	15,2x	7,5x														
Daglig handelsvolym, snitt	206(k)			EV/EBIT	-19,0x	-13,1x	123,0x	13,2x														
Analytiker				P/E, just.	-24,0x	-15,3x	187,2x	17,3x	<div style="text-align: center;">Intressekonflikter</div> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <thead> <tr> <th></th> <th>Yes</th> <th>No</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Likviditetsgarant</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Certified adviser</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> <tr> <td>Transaktioner 12m</td> <td></td> <td style="text-align: center;">✓</td> </tr> </tbody> </table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
					Yes	No																
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Orjan Roden				P/EK	3,9x	1,6x	1,6x	1,4x														
orjan.rodén@penser.se				FCF yield	-6%	-7%	-3%	-5%														
				Nettoskuld/EBITDA	4,1x	6,1x	-1,0x	-0,1x														

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 9,5-10,5 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 2,5x sales och drygt 1,3 mdkr i intäkter 2025, diskonterat till nuvärde med en WACC på 11%, ger ett värde om 10 kr per aktie. Detta motiverade värde är högre än av vår DCF-modell som visar på ett värde av 7 kr.

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.

Känslighetsanalys multipelvärdering

EV/S	WACC		
	9,0%	11,0%	13,0%
2	9	8	8
2,5	11	10	9
3	13	12	11
3,5	15	14	13

Källa: EPB

DCF Inklusive känslighetsanalys

Valuation output

Sum of PV of FCF (explicit period)	405
PV of terminal value (perpetuity formula)	980
Enterprise value	1 385
Latest net debt	-86
Minority interests & other	-
Equity value	1 471
No. of shares outstanding (millions)	214,0
Equity value per share (SEK)	7

Implicit multiples

	2025	2026	2027
EV/Sales	1,1	1,0	1,0
EV/EBITDA	4	5	4
EV/EBIT	4	5	5
EV/NOPLAT	5	6	6

Current Share price

Upside / Downside %	-14%
---------------------	------

Källa: EPB

WACC assumptions

Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	2,0%
Tax rate	20%
Target debt/(debt + equity)	10%
WACC	11,0%

Terminal value assumptions

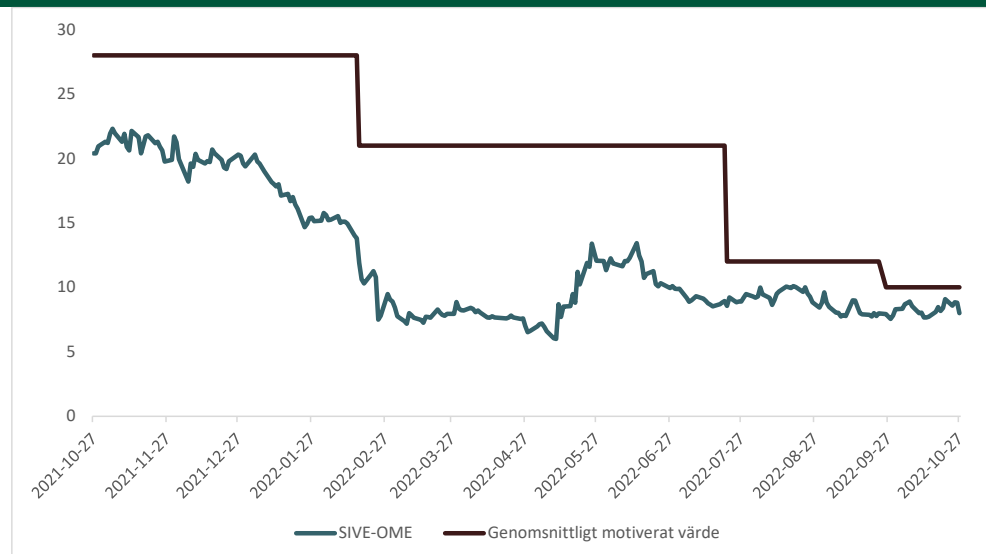
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	20,0%
Depreciation (% of sales)	3,0%
Capex (% of sales)	3,0%
Working cap. (% of sales)	13%
Tax rate	20%

Sensitivity analysis

WACC	Long-term growth rate				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
10,0%	7	8	8	9	10
10,5%	6	7	8	8	9
11,0%	6	6	7	7	8
11,5%	5	6	6	7	7
12,0%	5	5	6	6	7

WACC	Long-term EBIT margin				
	15,0%	17,5%	20,0%	22,5%	25,0%
10,0%	6	7	8	10	11
10,5%	5	6	8	9	10
11,0%	5	6	7	8	9
11,5%	4	5	6	7	8
12,0%	4	5	6	7	8

Historisk aktiekurs och motiverat värde



Källa: EPB, Factset

Resultaträkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	18	66	72	96	96	91	177	705	1 035
Övriga rörelseintäkter	6	13	17	10	9	7	8	11	16
Totala intäkter	35	96	137	150	143	154	246	776	1 110
Kostnad sålda varor	-5	-27	-45	-40	-26	-31	-60	-353	-507
Bruttovinst	30	69	93	110	116	124	186	423	603
Övriga rörelsekostnader	-50	-89	-145	-158	-172	-231	-215	-307	-356
EBITDA, justerad	-20	-20	-53	-48	-55	-107	-30	116	247
Avskrivningar	-6	-32	-17	-30	-30	-34	-100	-102	-106
EBIT, justerad	-26	-51	-70	-78	-85	-141	-130	14	141
EBIT	-26	-51	-70	-78	-85	-141	-130	14	141
Finansiella poster	0	-1	-10	-9	-116	2	3	-8	-7
Resultat före skatt	-26	-52	-80	-87	-201	-139	-127	6	135
Skatter	0	6	8	11	6	5	7	4	-26
Nettoresultat, justerad	-26	-46	-72	-76	-196	-134	-120	10	109
Nettoresultat	-26	-46	-72	-76	-196	-134	-120	10	109

Källa: EPB

Kassaflödesanalys

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBIT	-26	-51	-70	-78	-85	-141	-130	14	141
Övriga kassaflödespåverkande poster	1	-1	14	7	33	13	-4	-1	0
Förändringar i rörelsekapital	-5	-10	8	-8	-23	-9	-16	-38	-165
Kassaflöde från den operationella verksamheten	-24	-30	-39	-43	-40	-102	-52	69	50
Investeringar	-1	-7	-15	-9	-2	-36	-16	-48	-60
Fritt kassaflöde	-42	-55	-104	-95	-79	-195	-129	-47	-90
Nyemission / återköp	0	82	70	88	274	389	0	0	0
Förvärv	0	-9	0	0	0	-19	-206	0	0
Förändringar av lån	-3	33	0	20	19	-4	100	-27	0
Övriga poster	14	0	0	0	0	0	0	0	0
Kassaflöde	-30	51	-30	13	206	163	-239	-74	-90
Nettoskuld	-19	-29	-5	-9	-245	-436	-183	-122	-21

Källa: EPB

Balansräkning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
TILLGÅNGAR									
Goodwill	3	138	135	135	135	135	396	396	396
Övriga immateriella tillgångar	27	63	104	132	148	184	868	856	856
Materiella anläggningstillgångar	2	29	45	58	61	102	114	141	175
Summa anläggningstillgångar	32	229	283	324	344	421	1 378	1 393	1 428
Varulager	5	16	14	10	15	23	43	95	88
Kundfordringar	6	23	22	19	20	23	43	143	176
Övriga omsättningstillgångar	1	0	6	7	0	0	2	6	6
Likvida medel och kortfristiga placeringar	19	62	42	52	250	456	202	141	40
Summa omsättningstillgångar	35	119	96	100	304	531	333	505	487
SUMMA TILLGÅNGAR	67	348	380	424	647	951	1 711	1 898	1 914
EGET KAPITAL OCH SKULDER									
Eget kapital	56	197	274	289	532	799	1 185	1 208	1 307
Summa eget kapital	56	197	274	289	532	799	1 185	1 208	1 307
Långfristiga räntebärande skulder	0	33	35	0	0	11	9	9	9
Övriga långfristiga skulder	1	85	3	5	17	7	2	2	2
Summa långfristiga skulder	1	119	51	28	62	49	301	274	274
Kortfristiga räntebärande skulder	0	0	0	40	0	4	4	4	4
Leverantörsskulder	3	12	21	14	14	22	36	95	117
Övriga kortfristiga skulder	4	5	13	31	13	6	143	239	117
Summa kortfristiga skulder	11	33	55	107	53	104	225	416	333
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	67	348	380	424	647	951	1 711	1 898	1 914

Källa: EPB

Tillväxt och marginaler

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Intäktstillväxt	-	174%	43%	9%	N.m.	8%	59%	215%	43%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	1%	N.m.	8%	N.m.	N.m.	72%	491%	113%
EBIT-tillväxt, justerad	-	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	8%	111%	888%
EPS-tillväxt, justerad	-	17%	N.m.	1%	N.m.	36%	29%	108%	984%
Bruttomarginal	85,1%	72,3%	67,5%	73,3%	81,6%	80,1%	75,5%	54,5%	54,3%
EBITDA-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,0%	22,3%
EBITDA-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	15,0%	22,3%
EBIT-marginal	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	12,7%
EBIT-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,8%	12,7%
Vinst-marginal, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1,3%	9,8%

Källa: EPB

Avkastning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
ROE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	9%
ROCE, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	11%
ROIC, justerad	-	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	1%	12%

Källa: EPB

Kapitaleffektivitet

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Varulager / totala intäkter	13%	17%	10%	7%	10%	15%	17%	12%	8%
Kundfordringar / totala intäkter	16%	24%	16%	13%	14%	15%	17%	18%	16%
Leverantörsskulder / KSV	56%	45%	47%	35%	54%	71%	59%	27%	23%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	21%	37%	38%	68%	31%	45%	104%	136%	94%
Rörelsekapital / totala intäkter	15%	25%	-1%	-13%	1%	-16%	-37%	-6%	11%
Kapitalomsättningshastighet	0,6x	0,4x	0,4x	0,5x	0,3x	0,2x	0,2x	0,6x	0,8x

Källa: EPB

Finansiell ställning

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoskuld	-19	-29	-5	-9	-245	-436	-183	-122	-21
Soliditet	83%	57%	72%	68%	82%	84%	69%	64%	68%
Nettoskuldsättningsgrad	-0,3x	-0,1x	0,0x	0,0x	-0,5x	-0,5x	-0,2x	-0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,0x	1,5x	0,1x	0,2x	4,4x	4,1x	6,1x	-1,0x	-0,1x

Källa: EPB

Aktiedata

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EPS	-0,59	-0,49	-0,61	-0,60	-1,27	-0,81	-0,58	0,05	0,51
EPS, justerad	-0,59	-0,49	-0,61	-0,60	-1,27	-0,81	-0,58	0,05	0,51
FCF per aktie	-0,96	-0,59	-0,87	-0,75	-0,51	-1,18	-0,62	-0,22	-0,42
Eget kapital per aktie	1,29	2,11	2,31	2,29	3,71	4,97	5,54	5,65	6,11
Antal aktier vid årets slut, m	43,5	93,1	118	126	143	161	214	214	214
Antal aktier efter utspädning, snitt	43,5	93,1	118	126	154	165	208	214	214

Källa: EPB

Värdering

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
P/E, justerad	-8,4x	-12,0x	-10,9x	-13,2x	-24,4x	-24,0x	-15,3x	187,2x	17,3x
P/EK	3,9x	2,8x	2,9x	3,5x	8,3x	3,9x	1,6x	1,6x	1,4x
P/FCF	-5,2x	-10,0x	-7,6x	-10,5x	-60,2x	-16,5x	-14,2x	-39,8x	-20,8x
FCF-yield	-19%	-10%	-13%	-9%	-2%	-6%	-7%	-3%	-5%
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%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	5,6x	5,4x	5,7x	6,6x	29,3x	17,4x	6,9x	2,3x	1,7x
EV/EBITDA, justerad	-10,0x	-26,6x	-14,8x	-20,4x	-75,5x	-25,0x	-57,2x	15,2x	7,5x
EV/EBIT, justerad	-7,6x	-10,1x	-11,1x	-12,6x	-48,9x	-19,0x	-13,1x	123,0x	13,2x
EV	197	520	777	988	4 180	2 680	1 700	1 761	1 862
Aktiekurs	5,0	5,9	6,6	7,9	30,9	19,4	8,8	8,8	8,8

Källa: EPB

Disclaimer

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna 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 heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. 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 ska 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. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: 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%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

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 innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är om-nämnt 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 det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. [Klicka här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

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