

## Sivers IMA – Nu avgörs det

*Sivers IMA gick i december in i en otroligt spännande fas eftersom det då var ungefär ett år sedan företaget erhöll den första ordern från Ericsson gällande bolagets millimetervågsprodukter. Förhoppningen är att bli föremål för en så kallad "design-in" där Sivers komponent blir en inkorporerad del i Ericssons slutgiltiga produkt. Vanligtvis tar testerna inför en sådan design-in 1-1,5 år, vilket innebär att Sivers i december gick in i ett halvår som kan komma att förvandla Sivers från en liten nischspelare till ett företag med en omsättning på flera hundra miljoner. Det är inte bara Ericsson som utvärderar företagens produkter utan även flertalet andra av marknadens större aktörer, så som Intel och Alcatel-Lucent. För den med en tro på Sivers produkter och framtiden för millimetervågsprodukter har det ultimata investeringstillfället nu uppstått.*

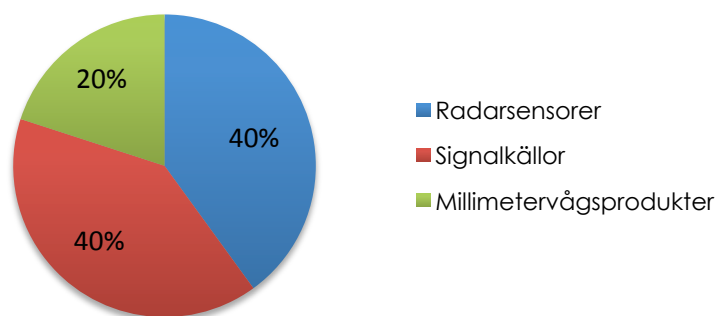
*Millimetervågsprodukter har tidigare inte varit en kostnadseffektiv lösning för kommunikation, men Sivers IMA kan med egenutvecklad serieproduktionsteknik redan idag erbjuda högprestandaprodukter till låg kostnad. Sivers IMA är idag den ledande aktören inom området med ett tekniskt försprång på cirka 1 – 1,5 år jämfört med konkurrenterna. Axier uppskattar att Sivers med största sannolikhet kommer att teckna ett avtal med någon av de 4 större aktörerna på marknaden inom de närmsta 6-12 månaderna. Det kommer att medföra kraftigt ökad omsättning på ett par års sikt, och våra prognoser för 2014 innebär ett P/E-tal på 2,4 och en EV/EBITDA på 1,6.*

<b>Antal aktier</b>	12 111 753
<b>Notering</b>	NGM, Nordic MTF
<b>Styrelseordförande</b>	Björn Norrbom
<b>Största ägare (%)</b>	Nutwells Investment
<b>Webb</b>	<a href="http://www.siversima.se/">http://www.siversima.se/</a>
<b>Market Cap</b>	45,4 MSEK
<b>Risk</b>	Hög
<b>Potential</b>	Mycket hög

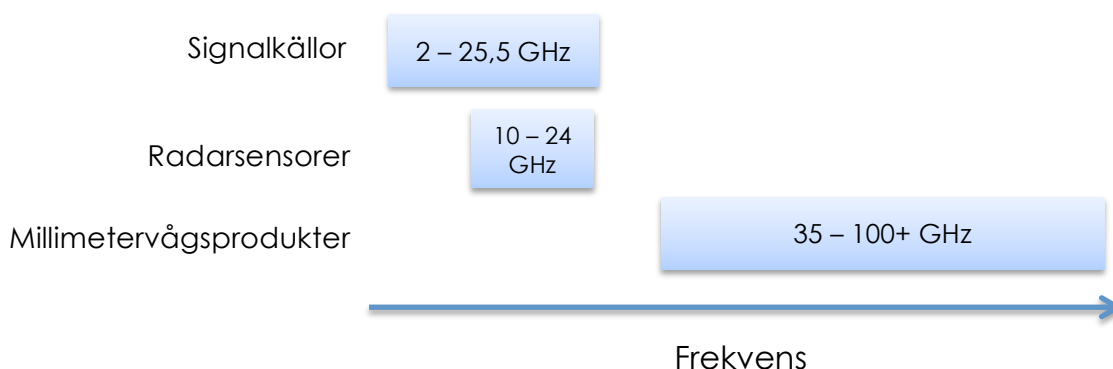
## Sammanfattning av verksamheten

Grunden till SIVERS IMA lades redan 1951 då Carl von Sivers grundade Sivers Lab AB. Bolaget var under lång tid en del av Philips men köptes sedan ut för att bli en oberoende aktör. Idag är Sivers IMA en ledande leverantör av systemkomponenter baserade på mikrovågsteknologi, med kunder över hela världen. Hela 95% av bolagets försäljning sker till utlandet, och större delen till USA. Av försäljningen till USA sker en stor del till den amerikanska militären. Sivers IMA har bland annat långtgående samarbeten med flertalet leverantörer till den amerikanska militären, en kvalitetsstämpel med tanke på den standard som erfordras denna typ av produkter.

## Fördelning av omsättning



Totalt har Sivers IMA tre produktkategorier; signalkällor (signal sources), radarsensorer och millimetervågsprodukter (mm-wave products). Millimetervågsprodukter som idag står för den lägsta andelen av bolagets omsättning väntas inom kort växa till att bli det största affärsområdet. Inom millimetervågsområdet producerar Sivers IMA så kallade converters, som i sin tur är en del av en radiolänk. Radiolänken är den slutprodukt som levereras till mobilnätoperatörer. Sivers IMA har utvecklat produkter som lätt anpassas och integreras i kunders radiolänkar, och som dessutom kan tillverkas i hög skala.

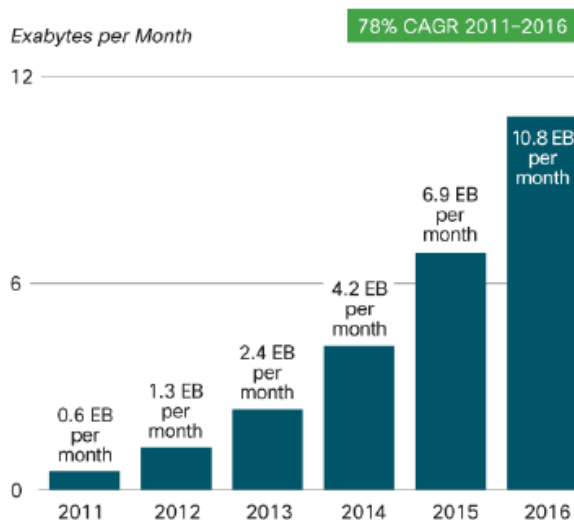


## Sammanfattning av marknaden

Potentialen för Sivers ligger inom affärsområdet millimetervågsprodukter, vilket innebär att det är den marknad du som investerare bör fokusera på inför en investering i Sivers IMA. Bolaget är som nämnt tidigare tillverkare av converters, vilket är en radiolänkskomponent. Radiolänksenheter är i slutändan en del i ett större mobilnät. Slutkunden till Sivers produkt är bland annat mobilnätsjättar så som Ericsson, NEC, Nokia Siemens och Huawei. Dessa aktörer har finansiell styrka nog att sköta mycket av sin R&D och produkttillverkning in-house. Det gör radiolänksmarknaden till en väldigt konsoliderad marknad där de 5 största aktörerna står för över 70% av marknaden. Störst är NEC och Ericsson som har en marknadsandel på 20-25% vardera.

I nuläget ökar antalet smartphones och läsplattor kraftigt, vilket i sin tur ökar belastningen på mobilnäten. Smartphones utnyttjas i allt högre grad till sociala nätverk samt att ladda upp bilder och videos. Den aktivitet som har ökat över näten är uppladdning av data, något som kräver utbyggnad av det så kallade backhaul-nätet. Historiskt har nedladdning varit 12 gånger högre än uppladdning, men denna faktor börjar nu närma sig ett. UMTS Forum uppskattar att den globala mobiltrafiken kommer att 33-faldigas mellan 2010 och 2020 och 11-faldigas mellan 2010 och 2015. Cisco går ännu längre i sina prognoser och väntar sig i stort sett en dubbling av den globala mobila datatrafiken årligen fram till 2014. Denna utveckling driver behovet av komponenter så som Sivers IMAs, då dessa kan hantera större datamängder än tidigare teknik till ett hållbart pris.

Cisco Forecasts 10.8 Exabytes per Month of Mobile Data Traffic by 2016



Source: Cisco VNI Mobile, 2012

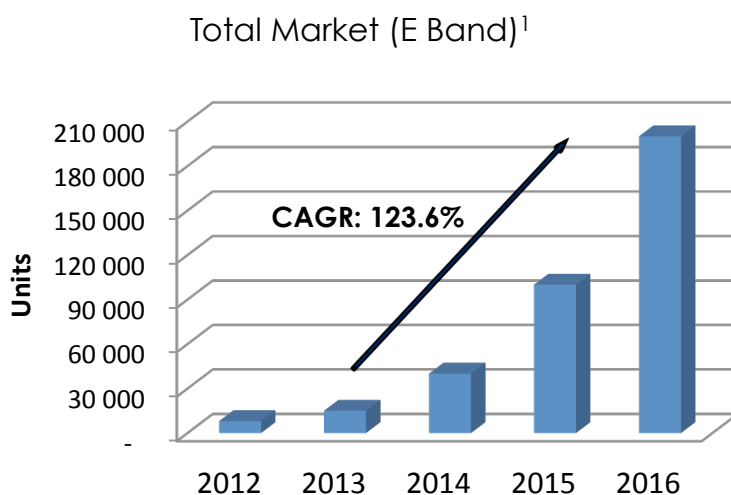
I nuläget utgörs konkurrens till millimetervågsprodukter i huvudsak av optisk fiber, samt ny mobilnätsteknologi. Optisk fiber är det snabbaste sättet att överföra data på, men kräver att fysiska linjer dras mellan kontaktpunkterna. Finns existerande avloppsledning eller dylikt är det relativt lätt att dra optisk fiber, men fortfarande dyrt. Krävs det att nya ledningar dras blir det betydligt dyrare, inte bara till följd av det fysiska arbetet utan även på grund av tillstånds- och licenskrav. Det andra hotet mot utvecklingen för millimetervågsprodukter är utvecklingen av mobilnätsteknologi så som 3G och 4G. På så vis kan antalet fysiska enheter utökas, och storleken på enheterna minska. Problemet som uppstår i även detta fall är krav på godkännande hos myndigheter för utökandet av antalet

kontaktpunkter, och kontaktpunkterna måste dessutom kunna döljas i stadsmiljöer för att undvika motstånd från offentligheten.

### Storleken på marknaden

Uppskattningsvis utgör Sivers converters 25% av värdet i en radiolänk. Globalt uppskattas marknaden till 1,5 miljoner radiolänkar per år, med en tillväxt på 13% årligen. Sivers IMA verkar emellertid på marknaden för högfrekvens-länkar; idag en väldigt lite del av den totala marknaden, men med desto högre tillväxt. De närmaste åren väntas denna marknad växa med 53% årligen enligt Viasant Strategies. Millimetervågsprodukter delas upp i två produktgrupper – radiolänkar för kommunikation inom E-bandet (71-76/81-86 GHz) och dito för V-bandet (60 Ghz). Sivers IMA har i första hand valt att fokusera på E-bandsconverters då de bedömer att denna produkttyp kommer att vara av högst intresse hos de stora aktörerna inledningsvis. Redan idag säljer bolaget converters för både E- och V-bandet, men en ny generation av E-bandsprodukter är redan under utveckling. Senare generationer kommer att bygga på egenutvecklade SiGe-chipteknik vilket kommer att underlätta serieproduktion och därmed kunna sänka tillverkningskostnaden ytterligare. Tidigare har bolaget köpt in chip utifrån och den nya teknologin kommer således även medföra ett högre eget innehåll i produkterna.

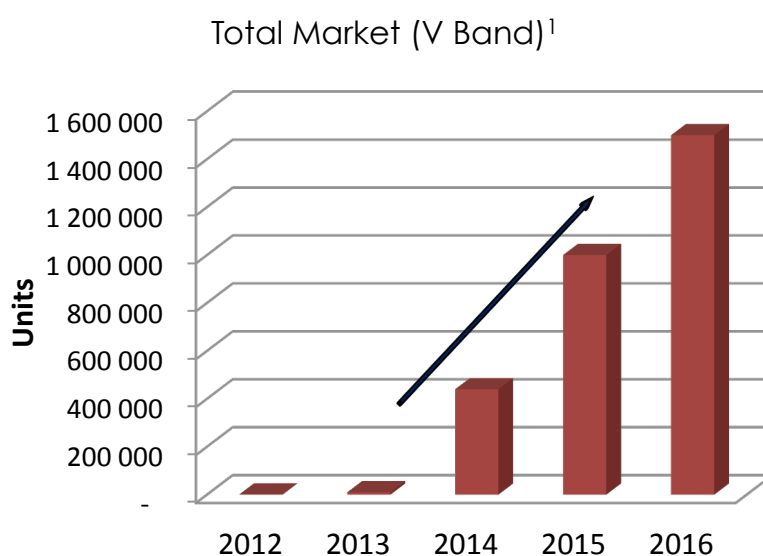
Den nya generationen E-bandsconverters kommer att lanseras i början på 2013. V-bandsconverters kommer i huvudsak att inkorporeras i så kallade HetNet-lösningar. HetNet står för Heterogeneous Network och är en fullt integrerad backhaul-enhet. Sivers IMA förväntar sig kunna tillverka denna typ av produkt effektivt bland annat i och med den egenutvecklade SiGe-chipteknik. Utvecklingen av de HetNet-konfigurerade enheterna kommer att inledas under 2013. Produkten väntas bli lanserad under 2014, vilket är samtidigt som ETL Wireless Research förväntar sig att marknaden för V-bandsprodukter börjar ta fart. I nuläget finns inga uttalade kunder för HetNet-enheten, men Sivers räknar med att även denna produkt kommer att bli intressant för de stora aktörerna på sikt. Det kommer att ge Sivers samma försprång inom Hetnet-enheter som de nu har inom V- och E-bandsconverters.



*Prognoserna beskriver marknaden för radiolänkar, men då varje radiolänk innehåller en converter är siffrorna direkt överförbara till marknaden för Sivers IMA*

<sup>1</sup> ETL Wireless Research, Global Digital PTP Radio Market Analysis and Forecast, 2011-2016 (Published April 2012)

Sivers själva uppskattar att deras valda marknadssegmentet idag har en storlek på 350 MUSD, och kommer att växa till 550 MUSD år 2014. ETL Wireless Research spår att tillväxten kommer att inledas inom E-bandet, för att följas av en ännu kraftigare expansion inom V-bandet. Sivers relativt begränsade volymer inom segmentet idag ska absolut inte ses som ett svaghetstecken för bolaget. Under 2012 uppskattades marknaden för E-bandsenheter till enbart 8 000 enheter, vilket i runda slänga motsvarar en marknad på 50 MSEK. Till skillnad från V-bandet är E-bandet licensierat vilket innebär en lägre konkurrens, men också ett lägre enhetsbehov. Ett högre enhetspris inom E-bandet minskar emellertid skillnaden i storlek mellan marknaderna mätt i reda pengar. Inom det olicensierade V-bandet räknar Sivers med att ta en relativt liten andel av marknaden till följd av den högre konkurrensen, och denna marknads tillväxt väntas dessutom inte inledas förrän 2014 vilket ger utrymme för ytterligare konkurrenter att utveckla liknande tekniker.



## Axier Review

### Rapporten för det andra kvartalet

Sivers IMA nådde en omsättning på 6,8 MSEK (9,5 MSEK) under det första halvåret 2012. Det är lägre än förra året men bolaget räknar med att kunna överträffa sina prognoser för året då orderboken fortsatt att växa, och en hel del av dessa beställningar ska effektueras redan under september. I början på september meddelade bolaget att de erhållit en större order inom området signalkällor. Kunden är en nordamerikansk leverantör av testutrustning. Ordervärdet uppgick till 2,6 MSEK vilket får anses som en relativt stor order i förhållande till vad området signalkällor omsätter årligen. Så sent som i juni fick Sivers dessutom en order i storleksklassen 10 miljoner med en löptid på 5 år. I ramavtalet finns dessutom en option för utvidgning av ordern. Kunden är EADS, en av Europas största industrikoncerner. EADS är verksamt inom bland annat försvar och flyg och innefattar t.ex. Airbus, Cassidian och Astrium. Under 2011 omsatte koncernen cirka 45,7 miljarder euro.

Sivers uttrycker i rapporten för det andra kvartalet fortsatt positivitet kring möjligheten att få sina komponenter in-designade i någon av de större nätoperatörernas produkter. Sivers har i nuläget erhållit beställningar ifrån, eller för diskussioner med, tre av de fyra potentiellt största kunderna på marknaden. Den första ordern från Ericsson på Sivers produkter inom E-bandet erhöles i januari i år,

och motsvarande beställning för V-bandet hade erhållits redan under december 2011. I regel tar det 1 – 1,5 år innan kunden kan ta beslut om en så kallad in-design, det vill säga att Sivers komponenter blir en integrerad del i kundens slutprodukt. Det har nu gått ett år sedan Ericssons första beställning vilket innebär att det kommande halvåret är ett mycket kritiskt och spännande år för Sivers IMA. Skulle Sivers bli valt som underleverantör till en av de större aktörerna kommer det direkt medföra att det motiverade värdet på bolaget mångfaldigas.

### Prognoser 2012 – 2017

År 2012 är som prognosticerat aningen svagare än föregående år, så även om omsättningen för det första halvåret kan tyckas svag ska prognosen för helåret inte behöva justeras. Ett antal orders effektuerades först under september vilket kommer att lyfta omsättningen för det andra halvåret. Nedanstående prognoser bygger på att Sivers väljs som underleverantör till en av de 4 största aktörerna på marknaden, vilket vi ser som högst sannolikt.

msek	2008	2009	2010	2011*	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Omsättning	25	19,4	19,8	22,4	15,2	33,0	111,5	325,3	480,8	708,1
Kostnad sålda varor	-8,3	-5,7	-4,5	-3,4	-4,2	-11,8	-51,5	-168,2	-299,1	-443,6
Bruttomarginal	67%	71%	77%	80%	72%	64%	54%	48%	38%	37%
Rörelsekostnader	-15,97	-16,2	-16,75	-19,2	-18,6	-25,4	-32,1	-34,6	-38,9	-50,7
EBITDA	0,73	-2,5	-1,45	-0,2	-7,6	-4,2	27,9	122,5	142,8	213,8
Resultat efter skatt	1,6	-2,9	-2	-0,9	-8,7	-5,3	19,2	69,1	83,5	133,9

\*inkluderar aktiverade utvecklingskostnader. De fallande bruttomarginalerna är en effekt av ökad konkurrens och anpassning till serieproduktion. Sivers affärsområden Signalkällor och radarsensorer kommer att behålla en bruttomarginal kring 80% även framöver.

Enligt våra prognoser värderas Sivers IMA till ett P/E-tal på 2,4 och EV/EBITDA på 1,6 för 2014. I år och 2013 dras resultat ned av höga investeringskostnader i förhållande till omsättningen. Under 2013 räknar vi med att bolaget säkrar leveranser till någon av de större aktörerna, förmodligen Ericsson. Detta skulle medföra ett kraftigt lyft i omsättningen. Trots väldigt höga bruttomarginaler och en konjunkturokänslig produkt värderas Sivers till extremt låga P/S-tal. Bolag av motsvarande karaktär brukar ha ett P/S-tal i området 2-2,5.

Nyckeltal	2012	2013	2014	2015	2016	2017
P/E	n/a	n/a	2,4	0,7	0,5	0,3
P/S	3,0	1,4	0,4	0,1	0,1	0,1
EV/EBITDA	n/a	n/a	1,6	0,4	0,3	0,2

Med nuvarande förväntningar på Sivers produkter ger en DCF-analys av bolaget ett motiverat värde på nästan 10 gånger dagens värde. De nästan fantasihöga värdena är svåra att ta till sig vilket gör att multipelanalys på kortare sikt ger en mer trovärdig bild. Svagheten med en DCF-analys i det här läget är dessutom att mycket osäkerhet byggs in i att mycket av tillväxten ligger långt fram i tiden. Därmed inte sagt att utfallet av en DCF-analys i nuläget mycket väl kan vara ett lämpligt värde på bolaget.

Sivers IMA uppgav vid listningen på Nordic MTF ett kapitalbehov på 15 MSEK för de kommande åren. Vid listningen i januari 2011 togs 7 miljoner kronor in, och ytterligare 3,9 MSEK togs in i januari i år. Den nyemission på 3,6 miljoner kronor som Sivers genomförde under juli månad nådde en smått succéartad teckningsgrad på 170%. Det innebar att bolaget inte behövde utnyttja någon del av emissionsgarantin. Samtliga av huvudägarna valde att teckna sig för sin andel i nyemissionen. De 3,6

miljoner som tillfördes bolaget i och med nyemissionen innebär att bolaget i stort sett nått det kapitalbehov som uttrycktes inför listningen. Förhoppningsvis kommer Sivers därmed inte att behöva göra någon ytterligare kapitalanskaffning innan millimetervågssatsningen kommer att gå av egen maskin. Skulle bolaget trots allt behöva ytterligare kapitalinjektion kommer det vara av offensiv karaktär och förmodligen för att kunna hantera det ökade rörelsekapitalsbehov som krävs vid en större order. Emellertid brukar sådant kunna skötas med hjälp av förskottsbetalningar eller kortfristiga lån.

Axier står fast i sin tro på att Sivers produkter är framtiden inom nätkommunikation, och att bolaget med allra högsta sannolikhet kommer att bli exklusiv underleverantör till någon av de 4 större marknadsaktörerna. Även om Sivers produkter inte skulle bli föremål för en design-in hos någon av de allra största saknas inte potential. Under juni i år tecknade Sivers ett letter of intent med den relativt stora aktören ELVA-1, en aktör som tidigare betraktats som en av Sivers större konkurrenter. Att en av bolagets främsta konkurrenter väljer Sivers som leverantör stärker bilden ytterligare av att bolagets produkt i nuläget är det bästa alternativet för någon av de större aktörerna. Även om de större aktörerna har betydande resurser för R&D gör Sivers teknikförspång att bolagets produkt förmodligen är det mest kostnadseffektiva alternativet i nuläget. Under december visade Sivers återigen att man är en av de ledande aktörerna inom millimetervågsteknik i Europa. Bolaget meddelade då att det valts ut till att delta i tre nya projekt som alla samfinansieras av EU. Totalt investerar EU 100 MSEK, varav Sivers erhåller 7,3 MSEK. Det är en otrolig merit att Sivers återigen väljs ut till projekt av den här kalibern, där projektmedlemmar är bland annat Alcatel-Lucent, STMicroelectronics och Infineon.

I och med att marknaden för millimetervågsprodukter till stor del utgörs av ett fåtal stora kunder kommer det enbart finnas ett litet tidsfönster där framtidens större aktörer kommer att bestämmas. Detta tidsfönster kommer att infinna sig när de större aktörerna är färdiga med sina tester av potentiella underleverantörers produkter och då bestämt sig för att inte sköta utvecklingen in-house. Med allra största sannolikhet kommer detta tidsfönster att öppna sig under 2013, vilket innebär att den optimala investeringstidpunkten för den som tror på Sivers produkt infinner sig nu.

*\*Axier Equities har av styrelsen i Sivers IMA anlåtats för att underlätta kommunikationen med svenska kapitalplacering och nyhetsmedier. En av de uppgifter som Axier Equities har är att vara styrelsen behjälplig att kommunicera nyheter och rapporter till placerarkollektivet, bland annat i form av denna analys.*

*Vare sig Axier Equity eller någon av Axiers anställda eller frilansande analytiker äger aktier i Sivers IMA. Samtliga eventuella förändringar av innehav i Sivers IMA kommer att rapporteras löpande.*

## **Ansvarsbegränsning**

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

## **Disclaimer**

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

## **Intressekonflikter**

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

## **Axier Equities lämnar inte investeringsråd**

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja enskilda aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

## **Källor**

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

## **Important notice**

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.