

## **Exciting Prospects for SinterCast**

Automotive sub-suppliers don't praise the market now, but small SinterCast is a bright shining star in the current automotive darkness.

SINTERCAST, FOUNDED IN 1983, is a supplier of process control technology for series production of Compacted Graphite Iron (CGI) and has an annual revenue of SEK 80 million. The benefits of CGI compared to conventional grey cast iron and aluminium, include at least 75% higher tensile strength, 45% higher stiffness and double the fatigue strength. These properties have made the technology popular within the automotive industry to improve performance, fuel economy and durability while reducing (engine) weight, size, noise and emissions. The technology is primarily used for the production of cylinder blocks and heads, industrial power and exhaust components.

The customers have primarily been found within passenger vehicles, but the growth is larger in the commercial vehicle sector, and according to CEO Steve Dawson, the distribution is approximately 50/40 with advantage to passenger vehicles and the residue within other vehicles such as excavators, shovels etc. The end-users include Audi, BMW, Caterpillar, Hyundai, Ford among others.

Considering the history, it is difficult to tell how the company will cope in a downturn. In the last recession during 2009 the revenue dropped 20%, but at the same time the company was in a ramp-up phase with yearly losses before the crisis. Thus, in the balance sheet there are deferred tax assets of SEK 33 million derived from carried forward tax losses.

The average growth per year between 2007 and 2017 is approximately 11%. The development during that time was not linear but rather sideways with large steps every now and then. It is probably due to the long lead-times in the automotive industry where a new engine coming on stream in a popular vehicle makes a big difference. The operating margin has also increased, however not linear from 2-35% since 2010 when the company first showed black numbers.

### **Sustained profitability**

The margin has probably reached a more sustainable level. During 2017 the revenue decreased 13% to SEK 65.6 million compared to 2016 and still the operating margin was a good 27% (35).

The business model is to sell or lease the System 3000 hardware, with additional tracking and automation software based on an annual licence fee. Thereafter, the company sells consumables for sampling, spare parts and engineering service and last but not least SinterCast charges a running production fee of approximately EUR 40-50 for each tonne of castings produced. This series production fee derived from vehicles contributes approximately 90% of the revenue. As long as the production levels increase the business model is highly scalable.

The balance sheet is healthy with a net liquidity of SEK 29 million. As SinterCast grows into profitability, the uncertainty factor is rather cyclical, i.e. dependent on the global vehicle production and also whether the combustion engine will be included in vehicles or not. Today we still believe that the electric vehicle threat is quite far away.

The rolling 12 months turnover of the company is SEK 81 million with an operating margin of 34%, it provides an operating result of SEK 27 million. A share price close to SEK 80 gives an ev/EBIT value of approximately 18. The revenue year-to-date increased by 32%, but only 18% during Q3.

During Q4, shipments of inline diesel engines, produced at the Tupy Foundry in Mexico, starts with an annualised volume of maximum 0.3 million engine equivalents. One engine equivalent corresponds to a 50 kg cylinder block or similar item, is the main SinterCast driver. The annual series production during the second quarter was 2.7 million engine equivalents. That number decreased to 2.3 million during summer shutdowns in Q3. The company believes that an annualised production of more than 3 million engine equivalents can be reached soon. The installation base today includes 24 fully automated systems, 22 mini-systems (stand alone and less expensive) and four tracking systems (software for

improved process traceability). The company has hired some new consultants to sell its solutions into new markets – given the business model, a successful sales process can make great impact as the company has gross margins of 75 to 80%.

It looks rather interesting and for those who don't fear a recession, SinterCast is a very interesting case. Many small shareholders seem to agree, as the shareholder list starts with Avanza, Nordnet and unknown to us VLTCM Ltd. The high growth during 2018 is primarily a consequence to the weak year of 2017, when the revenue decreased by 13%. We therefore do not expect more than 10% growth for 2019. The operating margin of 38% leads to an ev/EBIT value of 15. That is relatively high for a sub-supplier in the automotive industry, but it is a consequence of the higher operating margin.

### **Risks and possibilities**

In general, it is negative to not have a main owner and likewise being dependent of the economic cycle, where the global GDP outlook is partly revised down, due to the risk of an increasing trade conflict. This is what will determine whether SinterCast will be a good investment or not. If you believe that passenger vehicles will increase over time, the high gross margin will result in additional revenue predominantly reaching the bottom line. We also expect a nice yield of 5% the coming spring, due to the net liquidity, the profit increase and the carried forward tax losses.

If you want to own cyclical shares, SinterCast is a good choice, the timing is certainly difficult, but in the category of cyclical companies, we say buy!

Text: Peter Hedlund, Börsveckan no. 50, 2018

# Spännande utsikter i Sintercast

**Fordonsunderleverantörer rosar inte marknaden just nu, men lilla Sintercast är en klart lysande stjärna i fordonsmörkret som råder just nu.**

TEXT: PETER HEDLUND | peter.hedlund@borsveckan.se

SINTERCAST, SOM GRUNDADES 1983, är en leverantör av processtyrningssystem för serieproduktion av kompaktgrävtjärn (CGI) och omsätter kring 80 Mkr på rullande 12 månaders basis. Fördelarna jämfört med traditionellt gjutet gråjärn och aluminium ska vara en draghållfasthet på minst 75 procent högre, 45 procent högre styvhet och dubbelt så hög utmattningshållfasthet. De egenskaperna har gjort tekniken populär inom fordonstillverkningsindustrin då prestanda, bränsleeffektivitet och hållbarheten uppges förbättras samtidigt som vikt, storlek, buller och avgaser minskas. Det är framförallt motorblock, cylinderhuvuden, industri- och avgaskomponenter som tillverkas.

Kunderna har primärt återfunnits inom personbilar men tillväxten är högre inom lastvagnar och enligt bolagets vd Steve Dawson är fördelningen omkring 50/40 till personbilarnas fördel med återstoden inom övriga fordon (exempelvis grävmaskiner, grävsopor etc). På kundlistan återfinns bland annat, Audi, BMW, Caterpillar, Hyundai, Ford med flera.

Hur bolaget står sig i en sämre konjunktur är svårt att sja om givet historiken. Senast det begav sig så tappade man 20 procent av omsättningen under 2009, men samtidigt var bolaget i en uppbyggnadsfas och man gjorde förluster flera år redan innan krisen. Det finns därför också underskottsavdrag i form av en skattefordran på 33 Mkr i balansräkningen.

Ser vi till tillväxten mellan 2007 och 2017 så har den varit omkring 11 procent i genomsnitt per år. Utvecklingen där emellan är dock inte någon rak linje utan snarare sidledes för att sedan ta ett rejält kliv emellanåt. Förmodligen beror det här på de långa ledtiderna inom fordonsindustrin där en ny motormodell i en populär bilmodell som kommer i produktion gör stor skillnad. Rörelsemarginalen har också pendlat mellan 2-35 procent från 2010 då bolaget började visa svarta siffror.

## Uthållig lönsamhet

Just marginalen har nog ändå nått en ny, högre uthållig nivå. Under 2017 minskade omsättningen med 13 procent till 65,6 Mkr och rörelsemarginalen var ändå goda 27 procent (35).

Affärsmodellen är nämligen sådan att man säljer eller hyr ut (leasar) hårdvaru-plattformen System 3000 med tillhörande mjukvara för spårning och automation på



årslicens. Man säljer sedan förbrukningsmaterial för provtagningar, reservdelar och konsultationstjänster och sist men definitivt inte minst så erhåller man en produktionsersättning på omkring 40-50 euro för varje ton gjutgods. Den intäkten från serieproduktion av fordon utgör omkring 90 procent av intäkterna. Så länge produktionsnivåerna ökar blir affärsmodellen alltså väldigt skalbar.

Balansräkningen är i fint skick med en nettokassa på 29 Mkr så i takt med att Sintercast nått den skalan att lönsamheten hålls uppe så är farhågorna i bolaget snarare det cykliska beroendet, det vill säga hur fordonsproduktionen världen över artar sig och dessutom förbränningsmotorerna vara eller icke vara i fordonen. Vi tror ändå att hotet från elbilar är ganska avlägset i dagsläget.

På rullande tolv månader omsätter bolaget 81 Mkr med en rörelsemarginal på 34 procent vilket ger ett rörelseresultat på 27 Mkr. Till dagskurs nära 80 kr ger det en värdering på ev/ebit kring 18. Då har omsättningen stigit med 32 procent under årets första nio månader men endast 18 procent i Q3.

Under Q4 kommer dock leveranser av personvagnar med raddieselmotorer igång. Dessutom kommer produktion igång från Tupy-gjuteriet i Mexico med en årsvolym på maximalt 0,3 miljoner motorekvivalenter i årstakt. Just motorekvivalenter, som är ca 50 kg motorblock eller jämförbart, är drivaren i Sintercast. Omräknat i årstakt var produktionen under andra kvartalet 2,7 miljoner motorekvivalenter i serieproduktion. Under semestertiderna i Q3 sjönk den siffran till 2,3. Enligt bolaget bör en årstakt på över 3 miljoner på årsbasis nås inom kort. Idag finns 22 helautomatiska system installerade, 22 mini-system (fristående och billigare) och fyra spårningssystem (mjukvara för förbättrade process).

Bolaget har tagit in några nya konsulter för att sälja in lösningen på nya marknader och en lyckad säljprocess kan ge stor effekt på sista raden då bolaget har bruttomarginaler på 75-80 procent, givet affärsmodellen.

Det ser onekligen intressant ut och för den som inte räds konjunkturen är Sintercast ett riktigt intressant case. Det verkar också många småsparare tycka då ägarlistan toppas av Avanza och Nordnet samt för oss okända VLTCM Ltd. Den höga tillväxten under 2018 kommer dock mycket av att 2017 var ett svagt år då omsättningen föll 13 procent. Vi räknar därför inte med mer än 10 procents tillväxt till 2019. Värderingen blir då ev/ebit 15 då vi lägger in en vässad rörelsemarginal som stiger till 38 procent. Det är ganska högt för en underleverantör till fordonsindustrin, men å andra sidan så är också rörelsemarginalen i en annan klass.

## Risker och möjligheter

Sammantaget så är avsaknaden av en huvudägare negativ, detsamma gäller konjunkturberoendet där de globala BNP-utsikterna revideras ned, inte minst som en följd av risken för eskalerande handelskrig. Det blir också det som avgör huruvida Sintercast blir en bra investering eller inte. Tror man att antalet bilar kommer öka över tid så gör den höga bruttomarginalen att vinsten rinner hela vägen ned till sista raden till stor del. Vi räknar också med en fin direktavkastning runt 5 procent till våren med tanke på nettokassan, vinstökningen och underskottsavdraget.

Ska man äga cykliskt är således Sintercast ett bra val, timingen är förvisso en svårare fråga men i kategorin cykliska bolag blir detta köp. ■

