



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 10 February 2021

Sensys Gatso Group

Tankar om 2021

Nuläge Sensys Gatso

Denna uppdatering berör nuläget för Sensys Gatso samt våra antaganden för 2021. På senare tid har Costa Rica-projektet och utredningen från 2014 tyngt aktiekursen. Även om dessa faktorer kan bidra till fortsatt volatilitet för aktien i närtid, räknar vi med att 2021 kommer innebära ett rekordår fundamentalt för bolaget och ett starkt år för aktien.

Costa Rica

Costa Rica-projektet med sitt ordervärde om 192 Mkr har fortfarande inte inletts, trots planerad start under 2020. Sensys Gatso har ett fördelaktigt kontrakt med Costa Rica vilket stipulerar ersättning för alla kostnader och en betydande del av vinsten ifall projektet inte blir av. Trots det har vår osäkerhet ökat kring projektet då Covid-19 belastar Costa Ricas redan ansträngda finanser.

Sektorförvärv

Enligt oss är Redflex den konkurrent som är mest lik Sensys Gatso och bolaget fick nyligen ett bud med 130 % premie mot dåvarande aktiekurs. Vi betraktar Sensys Gatso som undervärderat, men anser inte att Redflex stora budpremie borde höja Sensys Gatsos aktiekurs nämnvärt. Redflex värdering var vid budet väldigt låg och premien berättigad. Dock indikerar Redflex stora orderbok att trafiksäkerhetsmarknaden utvecklas starkt.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)					Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	2.20 - 2.30	
EPS, just 20e	0.05	0.05	0.0%	Sales,m	406	502	893	715	817	Current price	SEK1.41
EPS, just 21e	0.16	0.16	0.0%	Sales Growth	6.8%	23.5%	77.8%	(19.9)%	0.1%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	0.07	0.07	0.0%	EBITDA, m	29	96	212	124	180	<div data-bbox="1082 1451 1477 1487" data-label="Section-Header"><h4>Kursutveckling 12 mån</h4></div>	
EPS, just 23e	0.1	0.1	0.0%	EBIT, m	(24.4)	48.7	174.2	82.6	113.6		
				EPS, adj	(0.02)	0.05	0.16	0.07	0.10		
				EPS Growth	-%	(2.5)%	2.5%	(0.6)%	0.4%		
				Equity/Share	0.5	0.5	0.7	0.8	0.9		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00		
				EBIT Marginal	(6.0)%	6.0%	23.0%	16.0%	0.1%		
				ROE (%)	(3.0)%	4.5%	20.5%	11.0%	0.0%		
				ROCE	(5.3)%	6.4%	24.1%	15.7%	0.0%		
				EV/Sales	3.16x	2.56x	1.44x	1.79x	1.57x		
				EV/EBITDA	44.9x	13.4x	6.1x	10.4x	7.1x		
				EV/EBIT	(52.6)x	26.3x	7.4x	15.5x	11.3x		
				P/E, adj	(90.6)x	31.2x	8.9x	20.0x	14.5x		
				P/Equity	2.9x	2.8x	2.1x	1.9x	1.6x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%		
				FCF yield	(3.9)%	3.1%	11.5%	5.8%	7.5%		
				Net Debt/EBITDA	1.1g	(0.1)g	(0.7)g	(1.7)g	(1.7)g		

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	913.6m
Market cap	1,288
Nettoskuld	(5)
EV	1,283
Free Float	81.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	3,320.0(k)

Analytiker

magnus.skog@penser.se

Investment case

Ny ledning, bättre bolag

Sensys Gatso härstammar från en sammanslagning 2015 mellan svenska Sensys och nederländska Gatso. Sammanslagningen var initialt mindre lyckad och 2016-2019 var förlustår med volatil aktiekurs. Under 2017 bytte bolaget ledning och vi ser en positiv förändring. Försäljningsprocesserna är långa vilket gör att det är först nu resultatet av ledarskiftet börjar synas. Omsättningen har ökat senaste året med över 30 % och EBITDA har ökat från 18 Mkr till 63 Mkr för R12 månader. Vi estimerar att den positiva utvecklingen kommer att fortsätta då Sensys Gatsos ordergång från maj till augusti 2020 var högre än hela 2019 års omsättning.

Återkommande intäkter växer

Sensys Gatso satsar på en ökad andel återkommande intäkter från TRaaS (traffic enforcement as a service), vilket innebär mer stabilitet i intäkterna. Bolagets mål är att TRaaS ska utgöra över 60 % av omsättningen år 2025. Vi estimerar att bolagets mål kommer uppfyllas och att årliga tillväxten för de återkommande intäkterna blir över 20 % de närmaste 5 åren.

Lågt värderat mot historiska snittet

Det historiska 10-årsnittet för EV/Sales är 4,4 jämfört med våra estimat år 2021 om endast 1,5. Vidare innebär vår prognos för 2021 ca PE 8. Även om vi räknar med att år 2021 blir ett exceptionellt positivt år är värderingen enligt oss låg för ett konjunkturokänsligt ESG-case med hög tillväxt och ökad andel återkommande intäkter. Enligt vår DCF-värdering är bolaget värt 2,2 kr per aktie vilket innebär en uppsida om ca 50 % från dagens kurs om 1,4 kr per aktie.

Costa Rica och utredningen

Vårt intryck är att Sensys Gatsos ledning har en stark tro att Costa Rica-avtalet kommer fullföljas. Flera skäl talar också i vår mening för att projektet blir av. Det kontrakt Sensys Gatso signerat i Costa Rica innebär att om projektet ställs in har bolaget ändå rätt till ersättning både för sina kostnader samt en del av vinsten. Vidare har Costa Rica mycket affärer med USA och ett kontraktsbrott av regeringen skulle troligen skada förtroendet hos externa investerare. Slutligen är Costa Rica ett relativt välutvecklat land som har högre BNP per capita än både Argentina, Mexico och Brasilien.

Trots det har vår osäkerhet kring projektet ökat. Sensys Gatso kommunicerade att de trodde ärendet skulle ha utretts i december, vilket inte skedde. Även om Costa Ricas BNP per capita är hög har landet länge dragits med ekonomiska problem som förvärrats av pandemin.

Vi behåller Costa Rica-projektet i våra estimat för närvarande. I det fall projektet inte skulle bli av påverkar det inte vår värdering av bolaget särskilt mycket. 2021 har en rekordstark orderbok och inklusive Costa Rica-projektet estimerar vi en EV/EBITDA-multipel för Sensys Gatso om drygt 6 för år 2021. Försvinner projektet är multipeln ändå på låga 10. Vårt att notera är också att vid en genomförd scenarionanalys i vår DCF-modell är vår värdering för aktien fortfarande något över 2 kr ifall projektet avbryts.

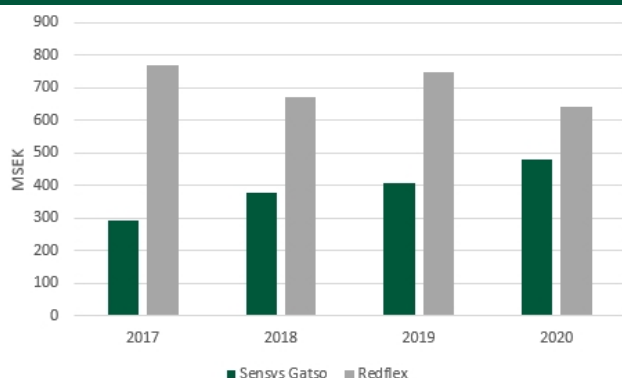
Vi har inte lyckats bringa klarhet i vad utredningen från 2014 innebär. Det vi vet är att när utredningen kom till Sensys Gatsos kännedom skickade bolaget omedelbart ut ett pressmeddelande för att vara transparent med marknaden, trots att de inte behövde göra det enligt regelverket MAR. Vårt att notera är också att det i nuläget inte finns något åtal eller liknande mot Sensys Gatso, utan endast en utredning. Med det sagt finns det få saker som aktiemarknaden skyr mer än osäkerhet och det har reflekterats i aktiekursen på sistone.

Förvärvet av konkurrenten Redflex

Redflex har förvärvats av Verra Mobility med en budpremie om 130 % mot dåvarande aktiekurs. Förvärvet är av relevans då Redflex enligt oss är den konkurrent som närmast liknar Sensys Gatso. Även om den stora budpremien skulle kunna indikera att Sensys Gatso också borde vara undervärderat, så ser vi inte budet i sig som en anledning för uppvärdering av Sensys Gatso.

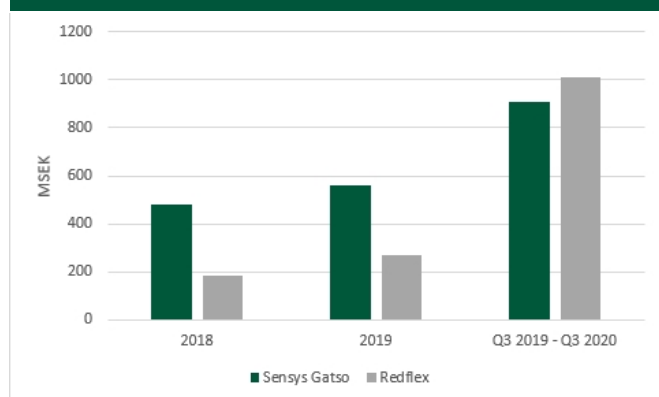
I vår mening var Redflex kurs väldigt nedtryckt innan budet. Vi tror att det berodde på låg omsättningsutveckling under flera år, samt brist på analysbevakning av aktien. I kontrast till detta har Sensys Gatsos omsättningsutveckling stadigt ökat de senaste åren.

Omsättning Redflex och Sensys Gatso



Men studerar man orderingen närmare ser man att Redflex fundamentala utveckling har vänt. Orderutvecklingen har tagit ett ordentligt kliv upp det senaste året och bolagets orderbok är nu välfylld.

Orderingång Redflex och Sensys Gatso



Som ses nedan reflekterade Redflex svaga kursutveckling året innan budet inte alls den starka utvecklingen i orderboken.

Aktiekurs Redflex och Sensys Gatso 3 år



Att vinna ordrar kan ofta ta flera år i trafiksäkerhetssektorn och därefter tar det ytterligare tid innan de stora intäkterna från projekten kommer. En investerares huvudfokus bör därför, i vår mening, istället för resultaträkning ligga på bolagets orderbok.

Orderböckerna visar vad de senaste årens arbete faktiskt har resulterat i. Resultaträkningen enskilda kvartal speglar ofta vad bolaget gjorde för två till tre år sedan i syfte att vinna orderna, snarare än aktiviteter under det senaste kvartalet.

Vi saknar själva finansiella estimat för Redflex och enligt vår kännedom finns heller inga sådana från andra professionella aktörer. Med bolagets stora orderbok i åtanke bedömer vi emellertid att bolaget fortfarande värderas något lägre för EV/S än Sensys Gatso de närmaste åren, trots uppvärderingen om 130 % efter budet. Med det sagt tycker vi att Sensys Gatso är ett bolag av högre kvalitet vilket motiverar en premie mot Redflex.

Tankar framåt

Vi estimerar att Q4 2020 för Sensys Gatso kommer bli en stark rapport med omsättning om 210 (158) Mkr och EBITDA om 60 (27) Mkr. Enskilda kvartal är dock inte det viktiga för Sensys Gatso och rapporten blir avhängig hur mycket av ordern från Saudiarabien som vinstavräknas under just Q4.

Vi räknar fortfarande med att 2021 blir ett framgångsrikt år. Även om besked om utredningen från Holland samt Costa Rica potentiellt kan lägga sordin på vad vi antar blir en positiv Q4-rapport, tror vi att ett starkt 2021 kommer innebära en uppsida i aktiekursen de närmaste 12 månaderna.

Prognos resultaträkning Sensys Gatso

Resultaträkning	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	161	398	437	293	380	406	502	893	715	817
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-81	-232	-269	-177	-219	-261	-305	-551	-445	-507
Bruttovinst	79	166	168	116	162	145	197	342	270	309
Försäljningskostnader	-21	-63	-86	-84	-75	-81	-74	-78	-88	-92
Administrationskostnader	-6	-26	-44	-40	-39	-41	-44	-48	-52	-53
Forskning- och utveckling	-18	-27	-51	-47	-46	-48	-40	-41	-48	-50
Övriga kostnader	0	-2	11	0	-1	1	0	0	0	0
Rörelseresultat (EBITDA)	35	76	46	-16	38	29	96	212	124	158
Avskrivningar	-1	-27	-49	-39	-37	-53	-47	-38	-41	-44
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultat (EBIT)	35	49	-2	-55	1	-24	49	174	83	114
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Justerat Resultat (EBIT)	35	49	-2	-55	1	-24	49	174	83	114
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	1	-1	-7	-11	-2	-3	6	3	0	0
Resultat före skatt	35	47	-9	-65	-1	-28	54	177	83	114
Skatter	-8	-6	6	3	-1	12	3	26	18	25
Minoritetsintressen	0	0	2	4	1	2	2	2	2	0
Nettoresultat Rapporterat	27	41	-1	-58	-2	-13	41	146	64	89
Nettoresultat (just)	27	41	-1	-58	-2	-13	41	146	64	89

Prognos kassaflödesanalys Sensys Gatso

Kassaflödesanalys	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
Nettoresultat Rapporterat	27	41	-1	-58	-2	-13	41	146	64	89
Icke kassaflödespåverkande poster	8	34	3	44	36	45	47	38	41	44
Förändringar i rörelsekapital	-2	-41	87	-26	15	-36	0	0	0	0
Kassaflöde från den operationella verksamhe	34	35	88	-39	49	-4	88	183	105	133
Investeringar	-2	-15	-19	-13	-21	-45	20	36	29	33
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Fritt Kassaflöde	31	20	70	-52	28	-49	108	219	134	166
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	100
Nyemission/återköp	0	0	0	87	18	0	0	0	0	0
Förvärv	0	-68	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	0	44	-109	-29	-28	24	-1	0	0	0
Kassaflöde	31	-4	-39	6	18	-25	107	219	134	66
Icke kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoskuld (just)	-81	97	682	23	-18	31	-5	-159	-235	-301

Prognos balansräkning Sensys Gatso

Balansräkning	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
TILLGÅNGAR										
Goodwill	0	237	243	243	251	257	257	257	257	257
Övriga immateriella tillgångar	0	160	111	86	72	53	48	36	28	24
Materiella anläggningstillgångar	33	64	95	74	43	101	90	110	130	150
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillgångar	33	462	449	404	366	411	395	403	415	431
Varulager	18	75	47	64	72	97	168	313	173	175
Kundfodringar	34	138	63	71	57	76	57	57	57	57
Övriga omsättningstillgångar	12	24	19	27	60	72	60	60	60	60
Likvida medel	81	76	32	59	77	52	3	6	217	301
Summa omsättningstillgångar	145	314	160	221	265	297	288	437	507	593
SUMMA TILLGÅNGAR	178	776	609	624	632	708	683	840	923	1 024
Eget Kapital och skulder										
Eget Kapital	141	387	387	420	454	449	460	614	686	794
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital	141	387	387	420	454	449	511	614	686	794
Långfristiga finansiella skulder	0	87	62	56	49	62	62	62	62	60
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	30	19	10	10	10	10	10
Övriga långfristiga skulder	0	0	0	45	45	45	45	45	45	40
Summa Långfristiga skulder	0	87	62	131	112	117	117	117	117	110
Kortfristiga finansiella skulder	0	87	41	26	10	10	10	10	10	10
Leverantörsskulder	11	56	21	31	28	48	16	70	80	90
Skatteskulder	0	0	0	0	17	17	17	17	17	10
Övriga Kortfristiga skulder	26	158	14	17	11	67	12	12	12	10
Summa kortfristiga skulder	37	301	76	73	66	143	55	109	119	120
Summa Eget Kapital och skulder	178,1	775,6	524,8	624,3	631,7	708,4	683,1	839,7	922,5	1024,0

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