



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 3 March 2021

# Sensys Gatso Group

## Kommentar efter Q4-rapporten

### Tillfälliga logistikproblem i Saudiarabien

Nettoomsättningen i Q4 minskade y/y till 134,3 mkr (158,0), vilket var lägre än vi räknat med. Minskningen beror på logistikproblem i Saudiarabien som försenat leveransen av Sensys Gatsos stora order värd 275 mkr. Leveranserna är återupptagna sedan februari och vi ser situationen endast som en förskjutning av intäkterna till 2021. EBITDA-marginalen om 17,3 % (17,2) var stark trots minskade intäkter.

### Costa Rica och utredningen

Sensys Gatso tror nu att Costa Rica-projektet kan inledas under H2 2021 vilket är en klar försening. Vår osäkerhet kring projektet har ökat men vi vidhåller fortfarande att projektet bör bli av. Gällande utredningen från 2014 har Sensys Gatso inlett en internutredning som inte hittar några tecken på att lagbrott har begåtts.

### Långsiktigt köpläge

Sammanfattningsvis ser vi den lägre omsättningen under Q4 endast som en förskjutning av intäkterna. Vidare fortsätter den viktiga TRaaS-affären att växa med över 20 % y/y. Vi tror att aktiens nedgång efter rapporten har skapat ett bra långsiktigt köpläge. Vi ser fortfarande en uppsida för aktien om över 50 % till vårt motiverade värde om 2,2-2,3 kr per aktie.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		20e	21e	22e	23e	Motiverat värde	2.20 - 2.30	
EPS, just 21e	0.09	0.16	-43.2%	Sales,m	455	704	738	816	Current price	SEK1.40
EPS, just 22e	0.08	0.07	10.5%	Sales Growth	12.0%	54.6%	4.9%	10.5%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0.1	0.1	0.0%	EBITDA, m	59	138	132	158		
				EBIT, m	10.8	100.3	91.2	113.7		
				EPS, adj	0.00	0.09	0.08	0.10		
				EPS Growth	(2.5)%	19.7%	(14.0)%	24.7%		
				Equity/Share	0.6	0.7	0.7	1.0		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.11		
				EBIT Marginal	6.0%	14.3%	12.4%	13.9%		
				ROE (%)	4.5%	20.5%	11.0%	12.9%		
				ROCE	6.4%	24.1%	15.7%	11.7%		
				EV/Sales	2.80x	1.81x	1.73x	1.56x		
				EV/EBITDA	21.4x	9.2x	9.6x	8.1x		
				EV/EBIT	118.0x	12.7x	14.0x	11.2x		
				P/E, adj	319.8x	15.5x	18.0x	14.4x		
				P/Equity	2.5x	2.1x	1.9x	1.5x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	7.9%		
				FCF yield	3.8%	7.8%	6.6%	8.0%		
				Net Debt/EBITDA	(0.1)g	(1.0)g	(1.6)g	(1.6)g		

### Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	913.6m
Market cap	1,279
Nettoskuld	(5)
EV	1,274
Free Float	81.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	3,320.0(k)

### Kursutveckling 12 mån



### Analytiker

magnus.skog@penser.se



# Sammanfattning

## Kommentar efter Q4-rapporten

### Investment Case

*Sensys Gatso säljer produkter och tjänster inom trafiksäkerhet till olika statliga aktörer. Exempel på produkter är hastighetskameror och trafikljus. Sensys Gatso har även utvecklat mjukvara som gör att hela processen för bötfällning vid trafiköverträdelser kan automatiseras. Ett exempel är att en fartkamera fotograferar den som kör för fort, ägaren identifieras med hjälp av Sensys Gatsos mjukvara och systemet skickar sedan ut böter till denne.*

### 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. Orderingången från maj till augusti 2020 var högre än hela den sammanlagda omsättningen år 2016 och 2017.

### 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 den årliga tillväxten för de återkommande intäkterna blir över 20 % de närmaste 5 åren.

### Lågt värderat mot historiska snittet

Sensys Gatsos historiska 10-årsnitt för EV/Sales är 4,4 jämfört med våra estimat år 2021 om endast 1,6. Värderingen är 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

I vår senaste analysuppdatering såg vi en ökad risk för att Costa Rica-projektet inte genomförs på grund av ekonomiska problem i landet kopplade till pandemin. Sensys Gatso bekräftade i rapporten att landet har ekonomiska svårigheter. Vi bedömer sannolikheten att projektet blir av till ca 75 % för tillfället. Sensys Gatso tror att projektet kan inledas under H2 2021.

Kvartalsrapporten gav lite mer klarhet kring utredningen från 2014 och vår uppfattning är nu något mer positiv. Utredningen rör ett kontrakt från 2015 och Sensys Gatso har genom en internutredning inte hittat några lagbrott. Vi tolkar bolaget som relativt optimistiskt kring situationen och räknar inte med att utredningen leder till stora negativa konsekvenser för Sensys Gatso. Med det sagt kvarstår mycket osäkerhet kring utredningen.

## Estimatförändringar

Vi estimerar att Costa Rica-projektet skjuts upp till Q4 2021. Vidare påverkar senareläggningen av leveransen till Saudiarabien våra estimat genom en förskjutning av intäkter från Q4'20 till 2021. Estimatförändringarna ses nedan.

Estimatförändringar				
Old estimates	2021e	2022e	2023e	2024e
Revenue	893	715	817	904
EBITDA	212	124	158	175
New estimates	2021e	2022e	2023e	2024e
Revenue	704	738	816	900
EBITDA	138	132	158	180
Difference	2021e	2022e	2023e	2024e
Revenue	-21%	3%	0%	0%
EBITDA	-35%	7%	0%	3%

Vi ser fortfarande en betydande uppsida för aktien om man intar ett långsiktigt perspektiv. Vi bedömer att Sensys Gatso har starka kvartalsrapporter framför sig vilket bör fungera som triggers för aktien. Som stöd till vår tes att aktien är undervärderad köpte VD Ivo Mönnik aktier för 200 tkr efter kvartalsrapporten.

## Resultaträkning och kassaflödesanalys

### Income statement

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>437</b>	<b>293</b>	<b>380</b>	<b>406</b>	<b>455</b>	<b>704</b>	<b>738</b>	<b>816</b>
Övriga intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-269	-177	-219	-261	-294	-434	-460	-507
Bruttovinst	168	116	162	145	161	270	278	309
Försäljningskostnader	-86	-84	-75	-81	-72	-76	-86	-90
Administrationskostnader	-44	-40	-39	-41	-48	-50	-57	-59
Forskning och utveckling	-51	-47	-46	-48	-34	-43	-44	-46
Övriga kostnader	11	0	-1	1	0	0	0	0
<b>Rörelseresultat (EBITDA)</b>	<b>46</b>	<b>-16</b>	<b>38</b>	<b>29</b>	<b>59</b>	<b>138</b>	<b>132</b>	<b>158</b>
Avskrivningar	-49	-39	-37	-53	-49	-38	-41	-44
Goodwillnedskrivningar	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat (EBIT)</b>	<b>-2</b>	<b>-55</b>	<b>1</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>100</b>	<b>91</b>	<b>114</b>
Extraordinära Poster	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Justerat Resultat (EBIT)</b>	<b>-2</b>	<b>-55</b>	<b>1</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>100</b>	<b>91</b>	<b>114</b>
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-7	-11	-2	-3	-8	-2	-2	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-9</b>	<b>-65</b>	<b>-1</b>	<b>-28</b>	<b>3</b>	<b>99</b>	<b>90</b>	<b>114</b>
Skatter	6	3	-1	12	2	15	20	25
Minoritetsintressen	2	4	1	2	2	2	2	0
<b>Nettoresultat Rapporterat</b>	<b>-1</b>	<b>-58</b>	<b>-2</b>	<b>-13</b>	<b>4</b>	<b>83</b>	<b>71</b>	<b>89</b>
<b>Nettoresultat (just)</b>	<b>-1</b>	<b>-58</b>	<b>-2</b>	<b>-13</b>	<b>4</b>	<b>83</b>	<b>71</b>	<b>89</b>

### Cash flow

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
EBIT	-2	-55	1	-24	11	100	91	114
Icke kassaflödespåverkande poster	4	41	34	56	49	38	41	44
Finansiella poster	-7	-11	-2	-3	-4	-2	-2	0
Skatt	6	3	-1	12	2	15	20	25
Förändringar i rörelsekapital	87	-26	15	-36	-42	0	0	0
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>88</b>	<b>-39</b>	<b>49</b>	<b>-4</b>	<b>15</b>	<b>138</b>	<b>132</b>	<b>158</b>
Investeringar	-19	-13	-21	-45	-33	-28	-30	-33
Avyttringar	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Fritt Kassaflöde</b>	<b>70</b>	<b>-52</b>	<b>28</b>	<b>-49</b>	<b>-18</b>	<b>110</b>	<b>103</b>	<b>125</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0	0	0	100
Nyemission/återköp	0	87	18	0	71	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	-109	-29	-28	24	2	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>-39</b>	<b>6</b>	<b>18</b>	<b>-25</b>	<b>55</b>	<b>110</b>	<b>103</b>	<b>25</b>
Likvida medel vid periodens början	0	0	0	0	52	108	218	321
Växlingsdifferens	0	0	0	0	1	0	0	0
<b>Kassa</b>	<b>682</b>	<b>23</b>	<b>-18</b>	<b>31</b>	<b>108</b>	<b>218</b>	<b>321</b>	<b>346</b>

## Balansräkning

### Balance sheet

	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Goodwill	243	243	251	257	242	242	242	242
Övriga immateriella tillgångar	111	86	72	53	47	36	28	24
Materiella anläggningstillgångar	95	74	43	101	86	110	130	150
Räntebärande anläggningstillgångar	0	0	0	0	0	0	0	0
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>449</b>	<b>404</b>	<b>366</b>	<b>411</b>	<b>376</b>	<b>388</b>	<b>400</b>	<b>416</b>
Varulager	47	64	72	97	140	313	173	175
Kundfordringar	63	71	57	76	65	57	57	57
Övriga omsättningstillgångar	19	27	60	72	74	60	60	60
Likvida medel	32	59	77	52	109	6	217	346
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>160</b>	<b>221</b>	<b>265</b>	<b>297</b>	<b>388</b>	<b>437</b>	<b>507</b>	<b>638</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>609</b>	<b>624</b>	<b>632</b>	<b>708</b>	<b>764</b>	<b>825</b>	<b>907</b>	<b>1 054</b>
<b>Eget Kapital och skulder</b>								
Eget Kapital	387	420	454	449	515	599	671	880
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa Eget Kapital</b>	<b>387</b>	<b>420</b>	<b>454</b>	<b>449</b>	<b>511</b>	<b>599</b>	<b>671</b>	<b>880</b>
Långfristiga finansiella skulder	62	56	49	62	56	62	62	60
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	30	19	10	5	10	10	10
Övriga långfristiga skulder	0	45	45	45	10	45	45	40
<b>Summa Långfristiga skulder</b>	<b>62</b>	<b>131</b>	<b>112</b>	<b>117</b>	<b>71</b>	<b>117</b>	<b>117</b>	<b>110</b>
Kortfristiga finansiella skulder	41	26	10	10	62	10	10	10
Leverantörsskulder	21	31	28	48	60	70	80	95
Skatteskulder	0	0	17	17	5	17	17	10
Övriga Kortfristiga skulder	14	17	11	67	57	12	12	10
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>76</b>	<b>73</b>	<b>66</b>	<b>143</b>	<b>184</b>	<b>109</b>	<b>119</b>	<b>125</b>
<b>Summa Eget Kapital och skulder</b>	<b>525</b>	<b>624</b>	<b>632</b>	<b>708</b>	<b>764</b>	<b>825</b>	<b>907</b>	<b>1115</b>

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](http://www.penser.se)