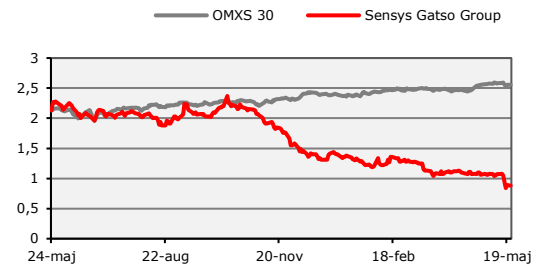


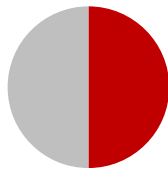
**Sammanfattning**
**Sensys Gatso Group (SENS.ST)**
**Frontalkrock i Iowa**

- EBITA i Q1 uppgick till -12 MSEK (väntat -3) efter -57 procents negativ intäktstillväxt men den stora bomben var att Sensys i väntan på domstolsprövning tvingas stänga ned kamerorna vid Iowas motorvägar. Iowa-programmet motsvarar 37 procent av Sensys Gatsos operatörsintäkter för 2016.
- Kassen har sjunkit till 16 MSEK (exkl. använd kredit) och det negativa EBITDA-resultatet i Q1 har lett till att 25 MSEK av kreditlinan på 78 MSEK ska förhandlas om, vilket utgör en grogrund till, enligt oss, överdrivna spekulationer om bolagets finansiella ställning och nyemissionsrisken.
- Sänkta estimat beträffande i synnerhet operatörsintäkterna och en nedreviderad Redeye Rating ger nytt base och bear case på 1,2 respektive 0,6 SEK per aktie.

Lista: Small Cap  
 Börsvärde: 572 MSEK  
 Bransch: Information Technology  
 VD: Torbjörn Sandberg (avgående)  
 Styrelseordf: Claes Ödman

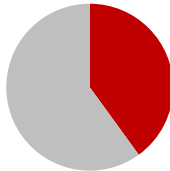

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



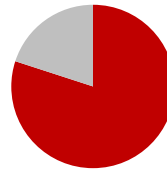
5,0 poäng

Ägarskap



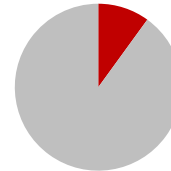
4,0 poäng

Vinstutsikter



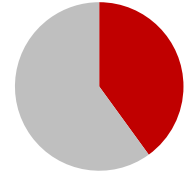
8,0 poäng

Lönsamhet



1,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

**Nyckeltal**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	398	437	330	432	542	Aktiekurs (SEK)	0,9
Tillväxt	148%	10%	-25%	31%	26%	Antal aktier (milj)	657,2
EBITDA	76	25	-7	65	112	Börsvärde (MSEK)	572
EBITDA-marginal	19%	6%	Neg	15%	21%	Nettoskuld 17E (MSEK)	78
EBIT	49	-23	-46	28	72	Free float (%)	82 %
EBIT-marginal	12%	Neg	Neg	7%	13%	Dagl oms. ('000)	500
Resultat före skatt	48	-30	-49	28	72		
Nettoresultat	42	-24	-47	22	55		
Nettomarginal	10%	Neg	Neg	5%	10%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
VPA	0,07	-0,04	-0,07	0,03	0,08	Analytiker:	
P/E	51,3	Neg	Neg	26,6	10,4	Viktor Westman	
EV/S	6,3	2,3	2,0	1,5	1,1	viktor.westman@redeye.se	
EV/EBITDA	33,1	39,6	Neg	9,9	5,4		

**Viktig information:** All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

## Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

### Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

### Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

### Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

### Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

### Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

### Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

## Investment case

---

- **Många års trög marknad har prisats in**
- **Aktiemarknaden tvivlar även på bolagets konkurrenskraft**
- **Kursen drivs i regel av stora affärer...**
- **... men aktiemarknadens fokus på balansräkningen pressar på kort sikt**

### **Många års trög marknad har prisats in**

Aktiemarknaden har i och med kursnedgången från topparna på 5,5 SEK under 2015 respektive cirka 3 SEK under 2016 prisat in att Trump-pressen och den svaga marknaden för trafiksäkerhetslösningar kommer fortsätta under mycket lång tid framöver. Det kan dock noteras att bolaget står fast vid att marknaden snabbt kan vända närsomhelst. Det är svårt att uttala sig om vilken bild som är mest korrekt här men vi anser i vart fall inte att det är uppenbart fel att ta rejäl höjd för en svag marknad under de närmsta åren. I maj 2017 annonserades dessutom att Sensys i väntan på domstolsprövning tvingas stänga ned kamerorna vid Iowas motorvägar (Iowa-programmet utgör hela 37 % av bolagets operatörsintäkter). Bolagets operatörssatsning är med tanke på de höga marginalerna och de långa kontrakten med återkommande intäkter en kritisk faktor för bolagets och aktiens utveckling. När nu de politiska riskerna i även detta avseende har materialiserats så har aktiemarknadens förtroende stukats också vad gäller operatörssatsningen och aktiemarknaden verkar dessutom anse att denna kommer misslyckas. Vi ser föregående som något av en överreaktion mot bakgrund av den över 10 år gamla, fokuserade satsning som Gatso inledde i detta segment, med (hittills) gott resultat.

### **Aktiemarknaden tvivlar även på bolagets konkurrenskraft**

Sensys Gatso har hela tiden upprepat att marknaden är trög på grund av externa faktorer och att bolaget inte förlorar marknadsandelar till konkurrenterna. I stort så ser detta ut att stämma men vår tolkning av kursreaktionen är att aktiemarknaden uppenbarligen inte köper detta påstående. Även om bolaget skulle tappa lite andelar till Jenoptik eller Redflex så är konkurrensläget dock enligt oss långtifrån katastrofalt då det finns inträdesbarriärer mot de mindre, lokala spelarna i form av unika typgodkännande-förfaranden för varje land samt att storlek och stabilitet är en viktig efterfrågad egenskap hos kunderna, i syfte att säkerställa pålitliga leveranser under lång tid.

**Kursen drivs i regel av stora affärer...**

Aktien har alltid drivits av annonserandet av stora affärer. Notera t.ex. rörelsen upp från 1,3 SEK till över 5,5 SEK, vilken i stort drevs fram av jätteordern från Nordafrika på 165 MSEK, även om ett i övrigt relativt starkt orderflöde naturligtvis också gjorde sitt till. Volatiliteten i affärerna kommer bestå och pendeln har nu svängt en bra bit åt det negativa hållet. Det finns ett flertal möjliga större affärer från t.ex. Iran eller Japan som skulle kunna rassla in i närtid. Nya operatörskontrakt bör heller inte helt uteslutas även om denna marknad för tillfället ser utmanade ut.

**... men aktiemarknadens fokus på balansräkningen pressar på kort sikt**

Vi ser viss uppsida i förhållande till vårt base case på 1,2 SEK per aktie. I närtid antar vi dock att oron för balansräkningen och en eventuell nyemission är vad aktiemarknaden främst kommer ta fasta på, vilket, i vart fall på kort sikt, talar för en rörelse i riktning mot vårt bear case på 0,6 SEK.

**Bear points – de viktigaste riskerna & motargumenten**

1. Förlorade operatörskontrakt
2. Utspädande kapitalanskaffning
3. Trump-administrationen visar sig innebära en enda lång ökenvandring för trafiksäkerhetsmarknaden

## Frontalkrock i Iowa

---

Sensys Gatso anger att det, i likhet med innan, är svårt att veta när marknaden vänder och upprepade att bolaget inte förlorat några viktiga affärer på befintliga marknader eller utvalda marknader och kunder där de satsar hårt och fokuserat. Budskapet är fortsatt att det går minst lika dåligt för konkurrenterna. Jenoptik rapporterade dock tillväxt för Q1'17 i sin trafiksäkerhetsdivision (det skulle kunna bero på det stora, tyska ANPR-avtalet men visibiliteten är begränsad). Även Vitronic har förvånansvärt nog fortsatt lyckas ta affärer men långsiktigt bedömer vi att det är kört för lasertekniken.<sup>1</sup> Redflex guidar däremot för att EBITDA för 2017 antas nå 10-12 miljoner australiensiska dollar, vilket är väsentligt lägre än cirka 26 miljoner för 2016. Även om konkurrenterna sammantaget också har det tufft så noterar vi att dessa dessvärre är bättre riggade sett till balansräkningarna.

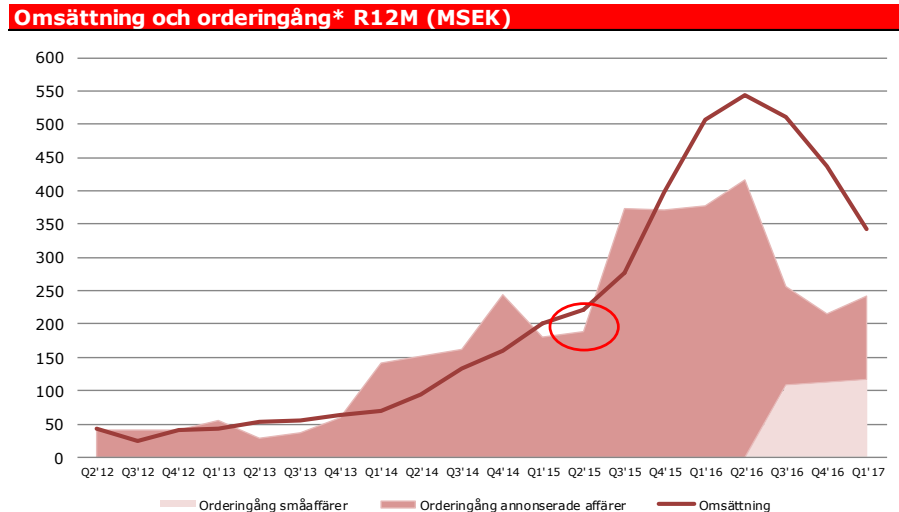
### Europa driver orderingången

Småaffärer fortsätter att stå för hälften av orderingången på rullande 12 månader. Q1-orderingången på cirka 69 MSEK består till cirka två tredjedelar av två ordrar från Belgien och en från Sydeuropa, vilket innebär cirka 24 MSEK i småaffärer. De tre nämnda affärerna är de enda som annonserats hittills under året så även om Q1-orderingången steg med 153 procent från förra året så behövs sannolikt ett antal beställningar under återstoden av Q2 för att överträffa fjolårets orderingång på 61 MSEK. På rullande 12 månader indikerar Q1'17 en stabilisering i orderingången (se grafen på nästa sida).

Den röda ringen i grafen visar tidpunkten för Gatso-förvärvet och som synes innebär utvecklingen därefter bara en marginellt bättre orderingång för Sensys och Gatso tillsammans, om man ser till tiden efter den stora MENA-ordern. En positiv reflektion, om än kanske en klen tröst, är att Gatso-förvärvet verkar ha varit helt rätt tajmat. Med tanke på att den senaste ordern från Trafikverket bara låg på 28 MSEK hade Sensys Traffic antagligen varit i rejäl knipa utan Gatso.

---

<sup>1</sup> Tyska laserbolaget Vitronics skandal med felprocenten på 21 procent har utvecklats till en, för Sensys Gatso, lovande följetong. Som vi tidigare angett så är det i tyska Mannheims domstol fastslaget att Vitronics felprocent är långt högre än de tillåtna maximinivåerna i Tyskland. Den höga felmarginalen grundar sig i Vitronics laserteknologi som för övrigt gör att systemen måste placeras långt ned, väl inom räckhåll för skadegörelse i jämförelse med Sensys Gatsos system som kan placeras flera meter upp i luften. Men tillbaka till skandalen nu. Vitronic använder ett mekaniskt roterande prisma med en scannande laser och ser uppenbarligen ut att ha trixat med sin felprocent för att få systemet godkänt. Skandalen har nu börjat rullas upp med hundratusentals felaktiga registreringar i bl.a. Köln och Hannover men problemet är inte nationellt begränsat till Tyskland utan bottnar som sagt i grundtekniken. Vi tar för givet att ärendet går till högre instanser i de tyska domstolarna men om Mannheim-tingsrättens dom är korrekt så borde liknande stämningar poppa upp i Baltikum och Danmark m.m. då vi bedömer att 21 procent felmarginal är oacceptabelt på samtliga marknader. Vitronic skulle i så fall sjunga på sista versen (inom trafikövervakningssegmentet – bolaget har en betydande omsättning inom andra segment). Såsom den marknadsledare bolaget är förväntar vi oss att Sensys Gatso kommer dra nytta av denna möjlighet och försöka plocka kunder av Vitronic. Det bör dock påpekas att Tyskland är Jenoptiks hemmarknad.



\* = Våra antaganden, inklusive beställningar som inkom innan konsolidering i augusti 2015 men exklusive servicekontrakt för Q3'15 (okänt belopp) & 30 MSEK service i Australien-affären. Från Q3'16 bryter vi ut ordergången rörande småaffärer

Källa: Redeye Research & Sensys Gatso

Bolaget ser dock ordergången i Q1, den svaga inledningen i Q2 till trots, som ett positivt tecken på att marknaden möjligen kan vara på väg att vända. Beställningarna i Q1 kom, likt Q4, företrädesvis från Europa där den tidigare negativa påverkan från Brexit, såsom vi tolkar bolaget, verkar blekna allt mer. Vi noterar även att den nye franske presidenten är uttalat positiv till satsningar på trafikövervakning. Typgodkännande-processerna vad gäller nya T-series är i rullning på flera europeiska marknader men har fortfarande en bit kvar till mål. Sensys Gatso borde inte ha några problem med dessa processer då bolaget t.ex. blivit certifierat på den krävande japanska marknaden, vilket vi ser som en fjäder i hatten. Vi hade hoppats att några av de relevanta godkännandena redan skulle ha varit på plats. Det finns således enligt oss en teoretisk risk att bolaget torskas marknadsandelar till Redflex i t.ex. Frankrike där Redflex också söker typgodkännande just nu. Redflex anger att bolagets dåliga rykte från mutskandalen inte har samma stora, negativa påverkan utanför USA.

### Betalningssvårigheter i Mellanöstern

De positiva tongångarna på marknaden verkar som sagt vara relativt isolerade till Europa. I Mellanöstern varnar Sensys Gatso för lägre betalningsförmåga bland kunderna (se vidare längre ned). Våra tidigare marknadsreflektioner i [vår förra uppdatering](#) om bl.a. Trump-effekten och osäkerheten i vad Trump vill är fortfarande relevanta.<sup>2</sup> Vi ser inte att denna osäkerhet har lättat. Snarare är det nog många som förvånats över att den protektionistiske Trump, trots att han avser att vända blicken inåt, avfyra 59 Tomahawk-missiler och en "Mother of All Bombs" mot Syrien. Som vi tolkar Sensys Gatso är dock oljepriserna den viktigaste faktorn och dessa ser något stabilare ut än sist. En annan positiv faktor är omvalet av Rouhani

<sup>2</sup> <http://beta.redeye.se/company/sensys-gatso-group/527925/sensys-gatso-nagot-hogrehastighet-pa-marknaden-uppmatt>

i Iran, vilket står för stabilitet och reformvilja.

### **Trafikövervakning avslutas i Iowa**

Vad gäller den amerikanska marknaden har vi tidigare varnat för att republikanerna är fientligt inställda till trafikövervakning jämfört med demokraterna, något som blivit uppenbart i och med ett beslut att stänga ned trafikövervakningen vid motorvägar i Iowa i väntan på att överklagandet tas upp i nästa instans. Beslutet innebär inte att trafikövervakning upphör utan betyder endast att det är Departement of Transportation i Iowa som ska bestämma placering av kamerorna på Interstate Highway. Viktigt att notera är att övriga hastighets- och rödljuskameror i Iowa fortsätter i drift. Guvernören i Iowa, en stark motståndare till fartkameror, är den som drivit fallet. Guvernören ska emellertid nu bli ambassadör i Kina och kommer förhoppningsvis vara borta när fallet tas upp i nästa instans.

Vi hade felaktigt blåst faran över i Iowa efter att förslagen till förbud tidigare röstats ned. Iowa är således ett tydligt exempel inte bara på den stora politiska risken i sig utan även de snabba kasten i politiken. Iowa-tappet väntas leda till 16,6 MSEK lägre intäkter för 2017. Programmets årliga intäkter uppgår till 24,5 MSEK, vilket motsvarar hela 37 procent av de totala operatörsintäkterna för 2016. Iowa utgjorde enligt bolaget den största risken i USA och balanseras nu av möjligheter på uppsidan. Särskilt New York State rör sig i positiv riktning vad gäller hastighetsövervakning och om detta blir tillåtet kan bolaget direkt slå på hastighetsövervakning i sina system i Albany.

Florida utgör dock enligt oss ett orosmoment.<sup>3</sup> Floridas högsta juridiska instans (Florida Supreme Court) ska nu avgöra om användandet av kameror utgör en olaglig delegation från städerna av en "law enforcement function" till en tredje part, vilket är förbjudet enligt delstatens lagstiftning. De politiska riskerna som exemplifieras i och med Iowa och Florida bör kanske inte övertolkas då bolaget anger att pipeline beträffande framtida operatörsaffärer faktiskt ser något bättre ut än för ett år sedan.

Japan förtjänar även ett omnämnde då Japan är det stora tillväxthoppet i närtid. Viktigt är dock att japanska affärer generellt tar tid. Den befintliga utrustningen efter de japanska vägarna är 15-20 år gammal. Japanska polisen och kommunerna hade nog inte haft något emot att skynda på processen utan det är Justitiedepartementet som utgör bromsklossen i sammanhanget. Justitiedepartementet är ansvariga för godkännandet och för dem finns egentligen bara risk och nedsida i godkännandeprocessen. Detta förhållande gäller generellt i samtliga länder men Japan är möjligen

---

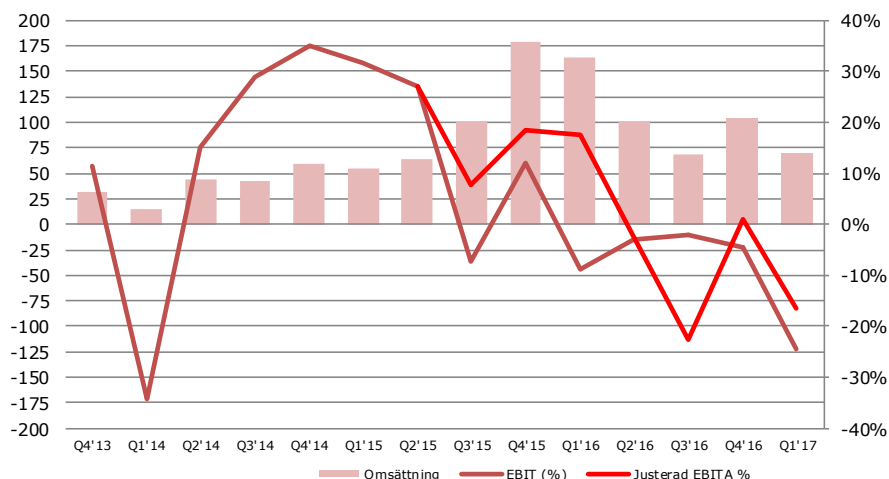
<sup>3</sup> I Florida har, tvärtemot vad vi förutsåg, ett förbud dock klubbats igenom men detta gäller bara rödljus och drabbar alltså inte möjligheterna beträffande fartkameror. Gatso har dessvärre rödljuskameror i 3-4 städer i Florida, varav exempelvis sex stycken korsningar i Palm Bay. Palm Bay borde då ha 6-12 kameror räknat på en till två kameror per korsning.

extra rigorösa.

## Försäljningen ned 57 procent & EBITA på -12 MSEK

EBITA i Q1 uppgick till -12 MSEK (väntat -3 MSEK). Rörelseresultatet och omsättning låg i linje med bottenivåerna i Q3'16 (se grafen nedan).

### Omsättning (MSEK), EBIT & justerad EBITA\* (%)



\* = EBITA justerad för förvärvskostnader i Q3'15 på 7,4 MSEK samt för besparingsprogram och tilläggsköpeskilling  
 Källa: Redeye Research, Sensys Gatso

Sett till resultatets fördelning mellan segmenten föll EBITDA-marginalen i operatörssegmentet till 7 procent jämfört med 18 procent i Q4'16, vilket beror på att operatörsintäkterna sjönk till 13 MSEK jämfört med helårssnittet på 17 MSEK för 2016 och 19 MSEK i Q4'16. Det är inte konstigt att en differens på några MSEK får en hög procentuell påverkan på resultatet givet att segmentet fortfarande är så pass litet men den stora svängningen i försäljningen var ändå något överraskande för oss. Från rapporten kan man notera att bolaget förklarade den lägre försäljningen med vädereffekter. Bakgrunden här är att bolaget får betalt per bot och att vintern i Q1'17 innehöll betydligt mer snö, vilket påverkade bilkörningen negativt.

Q1-resultatet i operatörsaffären visar också att förlorade kontrakt i några städer kan slå hårt, vilket vid en första tanke inte skulle båda gott rörande riskerna med Iowa och Florida. Den stora utgiften inom operatörsaffären är personalkostnaderna men USA har dock en väsentligt mer förmånlig arbetsgivarlagstiftning än t.ex. Sverige, vilken gör neddragningar smidiga. Vi räknar därför inte med att operatörsresultatet framöver ska belastas av några signifikanta extraordinära kostnader. Avskrivningar och investeringar kvarstår förstås på liknande nivåer men bolaget äger all hårdvara och tar tillbaka denna för användning i andra delstater.

Totalintäkterna på 71 MSEK var 16 procent lägre än våra estimat och beror på vissa förseningar på grund av längre ledtider (vi återkommer till vad



detta betyder längre ned). Den negativa tillväxten summerade till -57 procent mot väntade -49 procent (se tabellen nedan).

<b>Faktiskt utfall vs. prognos</b>				
<b>SEKm</b>	<b>Q1'16</b>	<b>Q1'17E</b>	<b>Utfall</b>	<b>Diff</b>
Försäljning	164.1	84.0	70.7	-16%
EBITDA	3.4	1.4	-7.6	-9.0
<b>EBITA</b>	-1.2	-2.6	-11.7	-9.1
EBIT	-14.4	-8.1	-17.3	-9.2
EPS, SEK	-0.03	-0.02	-0.02	
Försäljningstillväxt (YoY)	202%	-49%	-57%	
Bruttomarginal	26%	37.9%	35.3%	
EBIT marginal	-9%	-9.6%	-24.4%	
EPS tillväxt (YoY)	-222%	n/a	n/a	

Källa: Redeye Research, Sensys Gatso

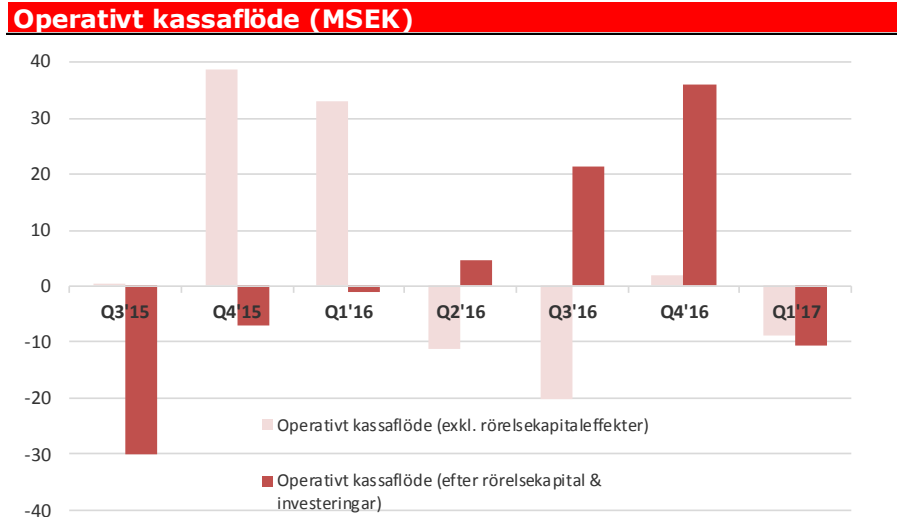
Vi antar att den lägre försäljningen var vad som även fick oss att missa bruttomarginalen på 35 procent med strax under 3 procentenheter. Det finns ett flertal faktorer som påverkar bruttomarginalen åt olika håll men den svängiga försäljningen över kvartalen gör det svårt att fastställa en tydlig trend.<sup>4</sup> Det kan finnas en viss positiv volympåverkan om försäljningen skulle öka men det bör även beaktas att prisbilden i Europa är högre och när Mellanöstern kommer igång ordentligt så kan det därför verka något negativt på marginalerna på totalen. Bolaget anger att det finns fler möjliga besparingar att ta av på COGS-sidan men vi ser inte att dessa skulle adresseras i närtid då vi bedömer att det kan behövas lite kontinuitet i organisationen den närmsta tiden.

De fasta kostnaderna var dock i linje med väntat.

### **Kreditfacilitet på 25 MSEK ska omförhandlas**

Kassaflödet från löpande verksamheten blev cirka -9 MSEK (se grafen nedan). Det svaga kassaflödet jämfört med motsvarande period förra året förklaras av tre faktorer som behandlas nedan: försämrade betalningsmöjligheter för kunderna i Mellanöstern, längre leveransledtider på grund av neddraget rörelsekapital samt de tuffa jämförelsetalen från den tidigare jätteordern i MENA-regionen.

<sup>4</sup> Se tex följande från förra uppdateringen: Enligt bolaget är det produktmixen med en högre andel service och underhåll som höjde bruttomarginalen i Q4, vilket kan verka lite märkligt vid en första anblick. Att en ökad andel service och underhåll stärker bruttomarginalen beror dock inte på att hårdvarumarginalerna beträffande systemförsäljningen är usla utan på att service och underhåll även inbegriper försäljning av mjukvara. Alla nyare produkter outsourcas numera, vilket påverkar bruttomarginalen positivt. Det är bara de gamla produkterna som nått "end of life" som fortfarande tillverkas enligt den gamla modellen.



Källa: Redeye Research & Sensys Gatso

I Mellanöstern används förskottsbetalning och kunderna i fråga har ännu inte fått något letter of credit, vilket dock borde vara ett isolerat, övergående problem eftersom kunderna i regionen generellt har en stark efterfrågan på trafiksäkerhetslösningar och även mycket pengar överlag.

Vår första tanke var att ett mindre bakslag i leveranstiderna i relation till hur mycket rörelsekapitalbehovet skruvats ned framstår som logiskt. Bolaget anger dock att denna effekt mer har karaktären av en engångshändelse (vi antar att det uteslutande rör sig om Belgien) och att den berör kommunikationen med kunderna. Gatso har tidigare hållit större lager och låtit kunderna handla direkt ”off the shelf”. Kunderna behöver, antar vi, lite tid på sig till att anpassa sig till den nya verkligheten och behovet av att lägga beställningarna i god tid.

2 MSEK investerades medan 6 MSEK amorterades, i linje med tidigare. Nettoskuld och kassa efter perioden uppgår till 77 respektive 21 MSEK men då har bolaget tullat lite på sin kreditlina också. Den outnyttjade kreditfaciliteten uppgår till 62 MSEK och totala tillgängliga medel låg på 78 MSEK, vilket innebär att bolaget utnyttjat 5 MSEK av kreditfaciliteterna under Q1.

En av kreditfaciliteterna, uppgående till 25 MSEK, ska nu dessvärre omförhandlas eftersom bolaget i och med ett negativt EBITDA inte uppfyllde kovenanterna för denna del av kreditavtalet under Q1. Viktigt är dock att det bara är 25 MSEK av de totalt 78 MSEK som ska omförhandlas. Angående huruvida balansräkningen utgör en risk framöver så bör det noterats att Sensys Gatso genom amortering av 80 MSEK städade sin balansräkning väsentligt och att detta skett genom stabila kassaflöden trots att marknaden samtidigt har vikit kraftigt. Att döma av föregående så borde bolagets kreditlina inte vara i fara.

Sensys Gatso angav dock i rapporten att bolaget ska utreda möjligheterna att stärka den finansiella strukturen för att klara svängningarna i verksamheten, något som kanske inte var helt oväntat givet den svaga utvecklingen på senare tid. På telefonkonferensen lät det mer optimistiskt och användningen av de eventuella nya pengarna framstod nästan som offensiv, vilket dock förstås kommer bero av om utvecklingen hittills fortsätter eller istället vänds.

### **Inga nya uppgifter om varför VD lämnar**

Vi efterlyste i vår rapportkommentar och på telefonkonferensen lite mer klarhet i varför VD redan nu ska lämna bolaget. Bolaget upprepade förklaringen om att VD-bytet utgör en ny fas. Vår uppfattning var som sagt att VD skulle stanna på lång tid under flera faser och inte bara under en fas. Det är möjligt att vi missförstått VDs mandat från styrelsen men om VD bara skulle få stanna under en begränsad tidsperiod (fas) så anser vi att bolaget borde ha angivit detta tydligare i sin tidigare kommunikation (se vidare vårt ratingavsnitt om vår ledningsrating). Vi har inga större förhoppningar på att bolaget ska utveckla förklaringen om VD-bytet ytterligare men vi avser likväl att fortsätta hålla utkik efter olika alternativa spår. Vi tar dock för givet att bolaget inte skulle mörka om det t.ex. var så att krafter i bolaget drog åt olika håll.

## Prognosändringar och estimat

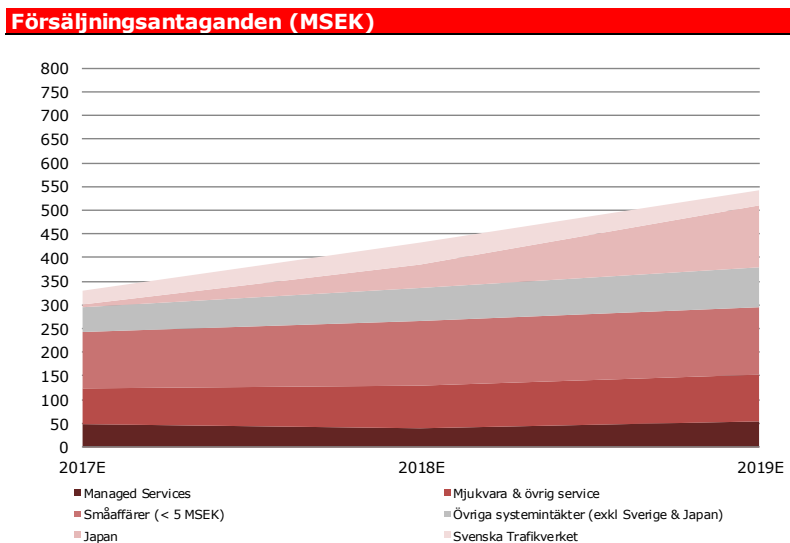
Ungefär hälften av vår sänkning med 13 procent av försäljningsestimaten för 2017 (se tabellen nedan) beror på Iowa. Den andra hälften rör den svagare ordergången än väntat som främst bedöms påverka det tredje kvartalet. Den lägre försäljningen väntas även leda till sämre bruttomarginal. Vi antar slutligen att OPEX-besparingarna har slagit fullt ut nu och att kostnadsstrukturen kortsiktigt är optimerad även om det finns ytterligare besparingsmöjligheter att ta av på sikt (se resonemanget på sida 9).

Förändringar i estimaten			
MSEK		2017E	2018E
Försäljning	Gamla	377	499
	Nya	330	432
	förändring (%)	-13%	-14%
EBITDA	Gamla	25	125
	Nya	-7	65
	förändring (%)	-126%	-48%
EBIT	Gamla	-11	85
	Nya	-46	28
	förändring (%)	315%	-67%
Vinst per aktie	Gamla	-0,02	0,10
	Nya	-0,07	0,03
	förändring (%)	227%	-67%

Källa: Redeye Research, Sensys Gatso

Utöver Iowa-effekten på 2018-intäkterna om 25 MSEK använder vi en något högre säkerhetsmarginal sett till den svaga ordergången och att USA (t.ex. Florida) känns osäkert. Den sämre försäljningens volymeffekter antar vi får en negativ påverkan på bruttomarginalen, på liknande sätt som 2017.

Våra försäljningsestimat fördelas enligt grafen nedan:



Källa: Redeye Research & Sensys Gatso

Våra detaljerade kvartalsestimat syns i tabellen nedan:

<b>Sensys Gatso: Prognoser (MSEK)</b>											
<b>(MSEK)</b>	<b>2015</b>	<b>Q1'16E</b>	<b>Q2'16</b>	<b>Q3'16</b>	<b>Q4'16</b>	<b>2016</b>	<b>Q1'17</b>	<b>Q2'17</b>	<b>Q3'17</b>	<b>Q4'17</b>	<b>2017</b>
Omsättning	398	164	100	68	104	437	71	77	87	94	330
Tillväxt (%)	632%	202%	55%	-32%	-42%	10%	-57%	-23%	27%	-9%	-25%
Bruttomarginal (%)	42%	26%	36%	36%	41%	34%	35%	35%	38%	38%	37%
Systemintäkter		148	85	52	85	370	58	63	78	88	282
Tillväxt (%)		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-61%	-26%	50%	3%	-24%
Managed Services		16	15	16	19	66	13	14	9	7	47
Tillväxt (%)		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-21%	-5%	-46%	-65%	-28%
EBITDA	76	3	6	10	6	25	-8	-6	5	2	-7
<b>EBITA</b>	<b>69</b>	<b>-1</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>1</b>	<b>8</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>1</b>	<b>-3</b>	<b>-23</b>
<b>EBITA (%)</b>	<b>17%</b>	<b>-1%</b>	<b>2%</b>	<b>8%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	<b>-17%</b>	<b>-13%</b>	<b>2%</b>	<b>-3%</b>	<b>-7%</b>
EBIT	49	-14	-3	-1	-5	-23	-17	-16	-4	-8	-46
EBIT (%)	12%	-9%	-3%	-2%	-4%	-5%	-24%	-20%	-5%	-9%	-14%
EPS	0,07	-0,03	0,00	-0,01	0,00	-0,04	-0,02	-0,03	-0,01	-0,01	-0,07

Källa: Redeye Research, Sensys Gatso

## Värderings slutsats, rating & aktieutveckling

---

Vi har reviderat ned våra estimat och vår värdering i samtliga scenarion. **Base case uppgår nu till 1,2 SEK per aktie (f.d. 2,1) medan bear och bull case går från 1,0 respektive 4,6 SEK till 0,6 och 2,3 SEK** (se nedan för våra värderingsantaganden). Till stor del hänför sig våra neddragna estimat till operatörssidan där vi alltså inte ser någon snabb förbättring i ljuset av de senaste händelserna på den marknaden t.ex. i Iowa och Florida. I bear case ser vi en risk för en lång ökenvandring inom företrädesvis USA under hela Trump-administrationens mandatperiod. Eftersom operatörsintäkterna har ungefär dubbelt så höga bruttomarginaler som systemsidan så slår detta relativt hårt på värderingen. s

Det bör även noteras att en annan högst väsentlig del i den förändrade värderingen beror på ett höjt avkastningskrav (lägre Redeye Rating) då risken, enligt vår ratingmodell, har ökat. Om vi använder det tidigare avkastningskravet på 11,6 procent istället för 13,5 procent så skulle det, allt annat lika, innebära ett base case på 1,5 SEK och en fair value range på 0,7-2,9 SEK.

Den enda delen av ratingen som förblir oförändrad är ägarbetyget på 4 poäng där vi dock tidigare många gånger har kritiserat insiders låga ägande och att ingen i bolaget köper trots att aktiekursen havererat. Vi tänkte dock inte gnälla mer om detta för den här gången utan övergår nu till att diskutera våra ratingändringar.

Utvecklingen snart två år efter Gatso-förvärvet har inte blivit vad vi hoppats på, låt vara att en stor del av detta ser ut att bero på externa faktorer. Ledningsbetyget minskar från 7 till 5 poäng av främst en rad andra anledningar. Vi har länge väntat på bättre kommunikation om hur rörelsen går i de olika delarna men det är fortfarande black box i flera avseenden t.ex. vad gäller orderingång och orderbok. Vi anser även att kommunikationen runt VD-bytet hade kunnat vara bättre. Om det stämmer att VD bara var inne för en kortare fas så hade det varit tacknämligt med information om detta på förhand. Risken höjs dessutom av det annonserade VD-bytet där någon VD ännu inte är på plats. Vad vi förstår hade bolaget i samband med att bytet annonserades knappt börjat leta efter ny VD, vilket känns som en suboptimal lösning. Vår bedömning är att det inte blir den lättaste eller snabbaste uppgiften för styrelsen att hitta en ny, erfaren VD som förstår marknaden, konkurrenterna och kundvärdet etc. inom detta specifika, ganska snäva segment. Möjligheten finns förstås att VD-bytet innebär ett lyft för bolaget/aktien men vi anser att osäkerhetens negativa aspekter väger tyngre. Vi väntar oss att VD-frågan kommer utgöra en våt filt under lång tid av den resterande delen av 2017.

De svagare marknadsutsikterna framöver påverkar vinstutsikterparametrarna med 0,5 poäng och ger ett nytt betyg på 8. Vi har vidare som tidigare aviserats nu behövt sänka lönsamhetsbetyget till 1 (4) efter en längre trend av svaga och till stora delar negativa resultat. Någon ytterligare motivation känns i detta fallet överflödigt. Den höjda risken från den lägre kassan och den svagare balansräkningen sänker även vårt betyg rörande finansiell styrka till 4 (6). Om det inte vore för kreditlinan hade Sensys Gatso inte haft mycket till säkerhetsmarginal utan varit tvunget att snabbt förbättra försäljningen.

Den sista förändringen i ratingen rörande bolagets finansiella ställning antar vi är den viktigaste delen i aktiemarknadens fokus just nu. Vi anser att aktiemarknaden har börjat prisa in en nyemission men att denna emission inte är lika uppenbar som marknaden tror. Med tanke på den svaga utvecklingen i försäljning och resultat så hänger resonemanget främst på kreditlinans vara eller icke vara och vår syn baseras på att kreditlinan kommer kvarstå (se vidare resonemanget på sida 11). Som vi anger i vårt investment case (se sida 3) så ser marknaden det som sannolikt att problemen på marknaden kommer kvarstå under lång tid framöver samt att bolaget dessutom har förlorat i konkurrenskraft, vilket vi ser som något för pessimistiskt även om vi kan köpa i vart fall det första argumentet. Affärer från t.ex. Japan och Iran kan ändra aktiemarknadens perception och ju mer kursen trycks ned desto mindre borde det behövas för en studs uppåt.

## Värdering & scenarioanalys

---

Vi har baserat vår värdering av Sensys Gatso på en analys av scenarion med diskonterade framtida kassaflöden. Vi har byggt vår scenarioanalys i form av ett rimligt optimistiskt respektive pessimistiskt scenario utöver vårt mest sannolika grundscenario. Redeyes scenarioanalys kan bland annat användas till att förstå vad som är inprisat i en viss aktiekursnivå.

Vi har i samtliga scenarion använt oss av ett avkastningskrav på 13,5 procent, vilket baseras på vår Redeye Rating. Den effektiva skattesatsen har bedömts bli 24 procent på sikt, men något lägre i närtid på grund av förlustavdragen från den svenska delen.

### Värdering i vårt grundscenario

Vårt grundscenario baseras på följande antaganden:

Systemintäkterna växer med CAGR 12 procent under 2017-2022 till stor del drivet av Mellanöstern men i synnerhet Japan där penetrationen av de 22 000 japanska skolorna successivt ökar och inbringar intäkter på en god bit över 100 MSEK för 2020 och därmed kompensera för en negativ Trafikverket-tillväxt.

CAGR-intäktstillväxten för operatörsintäkter och återkommande intäkter (dvs. mjukvara och service samt operatörsintäkter) uppgår under perioden 2017-2022 till 29 respektive 20 procent, vilket innebär en andel på runt 46 procent återkommande intäkter i relation till totala försäljningen under 2022. Vi räknar alltså i base case försiktigt med att bolaget inte når hela vägen fram i sin målsättning över minst 50 procent återkommande intäkter.

Bruttomarginalen för koncernen blir i snitt 43 procent under åren 2017-2022 tack vare successivt växande operatörs- och mjukvaruintäkter. De fasta kostnaderna uppgår i snitt till 31 procent av försäljningen under 2017-2022 och 30 procent under 2018-2022.

Med våra antaganden ovan summerar den genomsnittliga årliga intäktstillväxten till 15 procent under perioden 2017-2022. EBIT-marginalen blir över samma period cirka 12 procent i snitt (pga förlust under 2017) men stiger till i snitt 16 procent under 2018-2022 och därefter till 20 procent i långsiktig EBIT-marginal.

Vår värderingsmodell indikerar med dessa antaganden att **Sensys aktie har ett motiverat värde om 1,2 kronor per aktie.**

### Värdering i ett rimligt negativt scenario

Vårt bear case baseras på följande skillnader jämfört med base case:



I bear case antar vi att orderingången fortsätter att drivas av framgångar i mindre affärer, i synnerhet från Mellanöstern, men att de riktigt stora affärerna uteblir, inte helt olikt utvecklingen under 2016 som alltså fortsätter.

Vi bedömer att det är Sensys bruttomarginal-profil och outsourcade modell som bolaget eftersträvar men att det kan ta flera år innan detta uppnås. Vi antar även att stora delar av dessa effekter skulle ätas upp av ökad konkurrens från lokala aktörer.

Vi räknar med att tillväxten på systemsidan hamnar kring 7 procent under 2017-2022 efter att Trafikverket-affären klingat av samt att vi överskattat Japan. Eftersom Sensys Gatso inte annonserat någon kvantifiering alls av Japan-affären eller några volymåtaganden så lider våra Japan-estimat av en stor osäkerhet och vi utesluter inte att jätte-konglomeratet OKI senare skulle dra ned på sina ambitioner för att istället satsa inom t.ex. sin mer närliggande telekommarknad (även om vi ännu inte sett några sådana tendenser). I bear case räknar vi därför med att Japan-avtalet bara blir cirka en fjärdedel så stort som vi räknat med i base case och att det peakar kring 30-40 MSEK årligen under 2019-2020.

Även om Sensys Gatso inte lyckas ta marknadsandelar ser vi dock att bolaget når framgång inom konvertering av befintliga kunder till en modell med återkommande intäkter där operatörsförsäljningen och mjukvara/service växer med CAGR 8 respektive 11 procent under 2017-2022, vilket får ses som ett misslyckande i ett rimligt pessimistiskt scenario då det är i linje med den väntade tillväxten för totalmarknaden samtidigt som operatörsmarknaden på grund av geografisk spridning borde ha en betydligt starkare tillväxt än totalen. Bolaget skulle med cirka 40 procent återkommande intäkter av totalen hamna strax under base case avseende denna målsättning.

Bruttomarginalen i bear case snittar 39 procent under 2017-2022 och når 41 procent under 2022, trots pressen på bruttomarginalerna på systemsidan, tack vare bolagets fokusering mot återkommande intäkter. De fasta kostnaderna uppgår i snitt till 35 procent av försäljningen under 2017-2022 och 32 procent under 2019-2022, något högre än base case, vilket givetvis förklaras av den lägre försäljningsnivån.

I bear case skulle intäkterna, med ovanstående estimat, växa med 9 procent mellan 2017-2022 samtidigt som EBIT-marginalen sakta men säkert skulle stiga upp mot 12 procent, vilket även borde vara en långsiktigt hållbar marginal för bolaget.

I detta rimligt **negativa scenario skulle bolagets aktie med tiden kunna värderas ned mot 0,6 kronor per aktie.**

**Värdering i ett rimligt optimistiskt scenario**

Vårt bull case skiljer sig på följande sätt mot base case:

Den avgörande skillnaden mot base case är att bolaget i bull case helt och hållet lyckas med sin fokusering mot återkommande intäkter. CAGR för operatörsintäkter och återkommande intäkter (dvs. mjukvara och service samt operatörsintäkter) uppgår under perioden 2017-2022 till 35 respektive 29 procent. Bolaget skulle då i bull case nå sitt mål om över 50 procent återkommande intäkter.

Systemintäkterna väntas växa med CAGR 17 procent under 2017-2022 men bara 7 procent mellan 2016-2021. Detta är i båda fallen inte mer än fem procentenheter högre än base case, vilket förklaras av övergången till återkommande intäkter.

Bruttomarginalen för koncernen ligger i snitt på 44 procent under åren 2017-2022 och når 53 procent år 2022 och efter att bolaget lyckas exekvera på strategin att öka andelen operatörs- och mjukvaruintäkter. Vi tänker oss i bull case att ett framgångsrikt införande av Sensys outsourcingmodell kommer hålla bruttomarginalpressen i schack och att bruttomarginalerna på systemsidan därför kan hållas uppe på 37 procent.

De fasta kostnaderna uppgår i snitt till 27 procent av försäljningen under 2017-2022 och 23 procent under 2019-2022. Vi antar att bolaget kommer att investera i att adressera alltför intressanta möjligheter inom exempelvis smarta städer och att tillväxtresan därför förlängs.

Försäljningen växer i det optimistiska scenariot med i snitt 22 procent per år mellan 2017-2022 för att sedan successivt börja sjunka ned mot marknadstillväxten. EBIT-marginalen blir i snitt 17 procent mellan 2017-2022 och 22 procent under 2018-2022 drivet av en ökad andel mjukvaru- och operatörsintäkter, i linje med strategin. Med en framgångsrik exekvering av en sådan hög-marginal-strategi vore det inte osannolikt med en långsiktig EBIT-marginal på 30 procent.

**Vid ett rimligt optimistiskt scenario kan bolaget sannolikt värderas till 2,3 kronor per aktie.**

## Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygsskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

### Ratingförändringar i denna rapport:

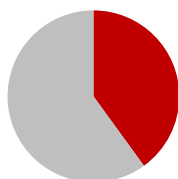
Betyget för ledning, vinstutsikter, lönsamhet och finansiell stabilitet sänks till 5, 8, 1 respektive 4 från tidigare 7, 8,5, 4 och 6 (se vidare sida 14).

Ledning 5,0p



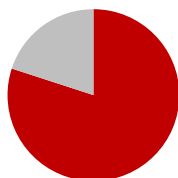
Gatso-förvärvet under sommaren 2015 såg ut att vara ett väldigt, logiskt köp av stabilitet i form av en hög andel välbehövliga, återkommande intäkter men den sammanslagna orderingsgången har hittills inte övertygat. Sensus Gatso har aviserat att VD kommer lämna sin post men har ingen ersättare klar ännu, vilket skapar osäkerhet. I övriga ledningen finns dock lång erfarenhet i form av huvudägarna från Gatso och Sensus Traffics f.d. VD. Kommunikation och transparens är på bättringsvägen men i flera avseenden är det fortfarande black box.

Ägarskap 4,0p



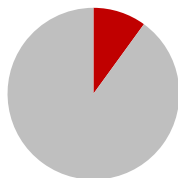
Sensus Gatso fick i samband med förvärvet in en industriell huvudägare med lock-up fram till 2018. Den tidigare Gatso-ledningen sitter med 18 procent av aktierna fulltankade och har engagerat sig operativt i ledningen. Aktieägandet i den övriga ledningen och i hela styrelsen är fortfarande enligt oss för lågt med undantag för affärsutvecklingschefen (f.d. VD) Johan Frilund. Ingen i styrelsen äger mer än 76 000 aktier. Förutom familjen Gatsonides återfinns institutioner såsom t.ex. AMF på ägarlistan.

Vinstutsikter 8,0p



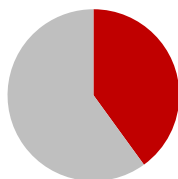
Gatso innebär betydande, återkommande operatörs- och serviceintäkter. Konkurrensen är dock fortsatt hög även efter Gatso-förvärvet. Marknaden ser ut att vara i behov att konsolideras och bolaget har här en intressant position som marknadsledare på systemsidan. Storleken och stabiliteten från Gatso-förvärvet borde ge en högre trovärdighet för kunderna och möjlighet för bolaget att kapitalisera på en marknad där dödsolyckor i trafiken tas på allt större allvar. För tillfället brottas marknaden dock med ett antal kortsiktiga utmaningar, i synnerhet president Trump.

Lönsamhet 1,0p



Gatsos historiska intjäningsstabilitet har hittills inte slagit igenom på totalen. EBIT toppade på 49 MSEK under 2015 och ser nu ut att bli negativt för andra året i rad. Bolaget har dock tidigare haft ett relativt starkt kassaflöde som dolts av höga avskrivningar men detta mått har också trendat nedåt. Ett högre lönsamhetsbetyg kräver inte bara en oavbruten lönsamhet utan även en högre sådan.

Finansiell styrka 4,0p



Trots flera svagare kvartal bottom line så har nettoskuldssättningen arbetats ned med hjälp av goda kassaflöden. Nuvarande försäljningsnivåer räcker dock inte till mycket mer än att täcka rörelsekostnader, räntekostnader och amorteringar. Bolaget är därför beroende av att kreditlinan kvarstår alternativt att intäkterna ökar. Beroendet från enskilda, stora affärer kan stundtals vara betydande men för tillfället består orderingsgången ungefär till hälften av småaffärer på under 5 MSEK per styck.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	398	437	330	432	542
Summa rörelsekostnader	-322	-411	-336	-367	-431
<b>EBITDA</b>	<b>76</b>	<b>25</b>	<b>-7</b>	<b>65</b>	<b>112</b>
Avskrivningar materiella tillg.	-6	-13	-13	-13	-16
Avskrivningar immateriella tillg.	-21	-35	-27	-23	-23
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>49</b>	<b>-23</b>	<b>-46</b>	<b>28</b>	<b>72</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-7	-4	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>48</b>	<b>-30</b>	<b>-49</b>	<b>28</b>	<b>72</b>

Skatt	-7	6	2	-7	-17
<b>Nettoresultat</b>	<b>42</b>	<b>-24</b>	<b>-47</b>	<b>22</b>	<b>55</b>

Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	76	22	10	22	27
Kundfordringar	138	63	51	69	89
Lager	75	50	41	56	71
Andra fordringar	24	24	25	28	30
<b>Summa omsätt.</b>	<b>313</b>	<b>160</b>	<b>127</b>	<b>174</b>	<b>217</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	38	43	45	56	72
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	237	239	239	239	239
Imm. tillg. vid förväv	158	113	91	73	56
Övr. immater. tillg.	2	2	3	3	5
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>436</b>	<b>398</b>	<b>378</b>	<b>372</b>	<b>372</b>
Uppsk. skatteford.	26	52	45	45	45
<b>Summa tillgångar</b>	<b>776</b>	<b>609</b>	<b>550</b>	<b>591</b>	<b>635</b>

Skulder	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	56	21	18	26	33
Kortfristiga skulder	94	19	5	8	3
Övriga kortfristiga skulder	58	61	62	69	78
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>209</b>	<b>101</b>	<b>85</b>	<b>103</b>	<b>114</b>
Ränteb. skulder	121	80	84	81	53
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>330</b>	<b>181</b>	<b>168</b>	<b>184</b>	<b>167</b>
Uppskj. skatteskuld	44	32	32	36	39
Avsättningar	14	9	10	11	12
Eget kapital	<b>387</b>	<b>387</b>	<b>340</b>	<b>361</b>	<b>416</b>
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>387</b>	<b>387</b>	<b>340</b>	<b>361</b>	<b>416</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>776</b>	<b>609</b>	<b>550</b>	<b>591</b>	<b>635</b>

Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	398	437	330	432	542
Sum rörelsekost.	-322	-411	-336	-367	-431
Avskrivningar	-27	-49	-39	-36	-39
<b>EBIT</b>	<b>49</b>	<b>-23</b>	<b>-46</b>	<b>28</b>	<b>72</b>
Skatt på EBIT	-7	4	2	-7	-17
<b>NOPLAT</b>	<b>42</b>	<b>-19</b>	<b>-43</b>	<b>22</b>	<b>55</b>
Avskrivningar	27	49	39	36	39
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>69</b>	<b>30</b>	<b>-4</b>	<b>58</b>	<b>94</b>
Föränd. i rörelsekap	-104	67	18	-20	-23
Investeringar	-452	-10	-19	-31	-39
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-487</b>	<b>86</b>	<b>-5</b>	<b>7</b>	<b>32</b>

Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	50%	63%	62%	61%	66%
Skuldsättningsgrad	55%	26%	26%	24%	14%
Nettoskuld	138	77	78	67	29
Sysselsatt kapital	526	463	418	428	445
Kapit. oms. hastighet	0.5	0.7	0.6	0.7	0.9

Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	148%	10%	-25%	31%	26%
VPA-tillväxt (just)	40%	-153%	93%	-146%	156%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	13,5 %	NPV FCF (2017-2019)	38
		NPV FCF (2020-2026)	415
		NPV FCF (2027-)	387
		Rörelsefrämjade tillgångar	22
		Räntebärande skulder	-99
		Motiverat värde MSEK	763

Antaganden 2017-2023				
Genomsn. förs. tillv.	14,0 %	<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>1,2</b>	
EBIT-marginal	12,9 %	Börskurs, SEK	0,9	

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	16%	-6%	-13%	6%	14%
ROCE	13%	-4%	-10%	6%	16%
ROIC	69%	-4%	-9%	5%	13%
EBITDA-marginal	19%	6%	-2%	15%	21%
EBIT-marginal	12%	-5%	-14%	7%	13%
Netto-marginal	10%	-6%	-14%	5%	10%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0,07	-0,04	-0,07	0,03	0,08
VPA just	0,07	-0,04	-0,07	0,03	0,08
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	0,21	0,12	0,12	0,10	0,04
Antal aktier	657,16	657,16	657,16	657,16	657,16

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	2 510,8	1 003,4	650,0	638,4	601,0
P/E	51,3	-38,0	-12,1	26,6	10,4
P/S	5,3	2,1	1,7	1,3	1,1
EV/S	6,3	2,3	2,0	1,5	1,1
EV/EBITDA	33,1	39,6	-99,1	9,9	5,4
EV/EBIT	51,6	-43,2	-14,2	22,6	8,3
P/BV	6,1	2,4	1,7	1,6	1,4

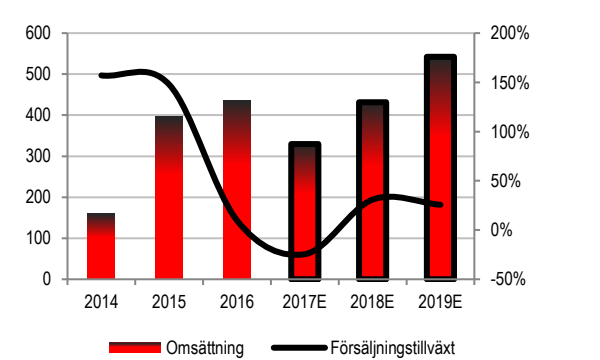
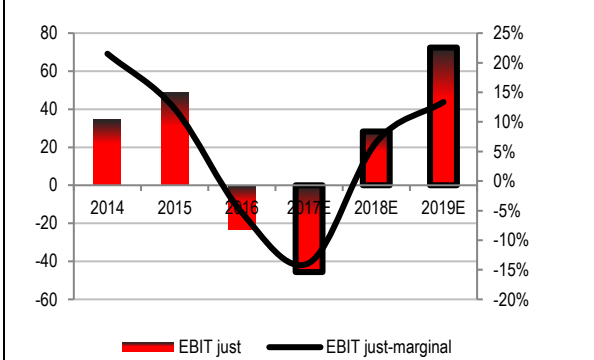
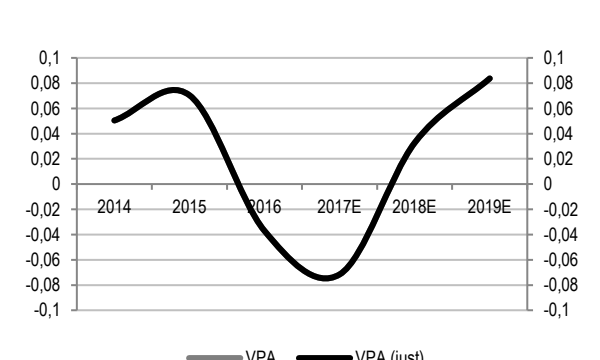
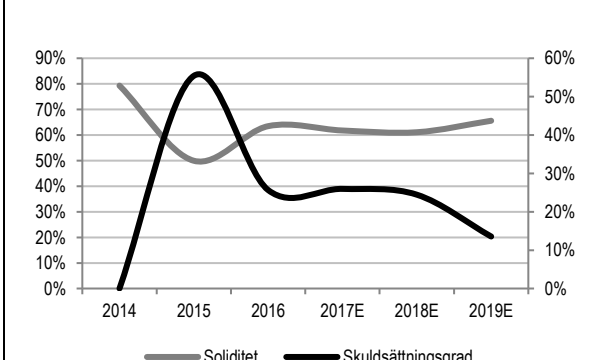
Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	-19,4 %	Omsättning	-9,0 %
3 mån	-32,0 %	Rörelseresultat, just	n/a
12 mån	-59,2 %	V/A, just	n/a
Årets Början	-38,3 %	EK	-6,4 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Gatso Special Products Bv	17,6 %	17,6 %
Avanza Pension	5,2 %	5,2 %
Inger Bergstrand	3,1 %	3,1 %
Nordnet Pensionsförsäkring	2,4 %	2,4 %
AMF Försäkring & Fonder	1,6 %	1,6 %
Swedbank Försäkring	0,9 %	0,9 %
Livförsäkringsbolaget Skandia	0,9 %	0,9 %
Clarence Bergman	0,8 %	0,8 %
Arding Language Services Aktiebolag	0,6 %	0,6 %
Jan Kihlberg	0,5 %	0,5 %

Aktien	
Reuterskod	SENS.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	0,9
Antal aktier, milj	657,2
Börsvärde, MSEK	571,7

Bolagsledning & styrelse	
VD	Torbjörn Sandberg (avgående)
CFO	Niki Gatsonides
IR	Torbjörn Sandberg/Johan Frilund
Ordf	Claes Ödman

Analytiker	Redeye AB
Viktor Westman	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
viktor.westman@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>150</td> <td>150%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>380</td> <td>150%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>420</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>320</td> <td>20%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>420</td> <td>20%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>520</td> <td>20%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2014	150	150%	2015	380	150%	2016	420	10%	2017E	320	20%	2018E	420	20%	2019E	520	20%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) &amp; Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>30</td> <td>20%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>45</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>-10</td> <td>-10%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>-40</td> <td>-15%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>25</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>70</td> <td>15%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2014	30	20%	2015	45	15%	2016	-10	-10%	2017E	-40	-15%	2018E	25	10%	2019E	70	15%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	150	150%																																									
2015	380	150%																																									
2016	420	10%																																									
2017E	320	20%																																									
2018E	420	20%																																									
2019E	520	20%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	30	20%																																									
2015	45	15%																																									
2016	-10	-10%																																									
2017E	-40	-15%																																									
2018E	25	10%																																									
2019E	70	15%																																									
<p><b>Vinst Per Aktie</b></p>  <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA</th> <th>VPA (just)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>0,05</td> <td>0,05</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>0,07</td> <td>0,07</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>0,02</td> <td>0,02</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>-0,07</td> <td>-0,07</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>0,04</td> <td>0,04</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>0,08</td> <td>0,08</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA	VPA (just)	2014	0,05	0,05	2015	0,07	0,07	2016	0,02	0,02	2017E	-0,07	-0,07	2018E	0,04	0,04	2019E	0,08	0,08	<p><b>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</b></p>  <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>75%</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>50%</td> <td>55%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>65%</td> <td>35%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>65%</td> <td>35%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>65%</td> <td>35%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>65%</td> <td>20%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2014	75%	0%	2015	50%	55%	2016	65%	35%	2017E	65%	35%	2018E	65%	35%	2019E	65%	20%
År	VPA	VPA (just)																																									
2014	0,05	0,05																																									
2015	0,07	0,07																																									
2016	0,02	0,02																																									
2017E	-0,07	-0,07																																									
2018E	0,04	0,04																																									
2019E	0,08	0,08																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2014	75%	0%																																									
2015	50%	55%																																									
2016	65%	35%																																									
2017E	65%	35%																																									
2018E	65%	35%																																									
2019E	65%	20%																																									
<p><b>Intressekonflikter</b></p> <p><b>Viktor Westman äger aktier i Sensys Gatso: Ja</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p><b>Verksamhetsbeskrivning</b></p> <p>Sensys Gatso Group utvecklar, producerar och marknadsför system för trafiksäkerhet och trafikinformatik, däribland system för hastighets- och rödljusövervakning. Systemen nyttjar bolagets målföljande sensorteknologi som har mycket god precision och ger den högsta legala säkerheten. De är enkla att installera och har hög kostnadseffektivitet. Med runt 18 000 system är bolaget den globala marknadsledaren inom systemförsäljning. Aktien är noterad på NASDAQ OMX Stockholm Small Cap-lista sedan 2001.</p>																																										

**DISCLAIMER****Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

**Ansvarsbegränsning**

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

**Potentiella intressekonflikter**

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

**Angående Redeyes analysbevakning**

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

**Rating/Rekommendationsstruktur**

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

**Redeye Rating (2017-05-24)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	44	17	11	21
3,5p - 7,0p	70	62	98	34	45
0,0p - 3,0p	13	22	13	83	62
Antal bolag	127	128	128	128	128

\*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

**Mångfaldigande och spridning**

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.