

Sammanfattning
Sensys Gatso Group (SENS.ST)
Nya tillväxtmöjligheter under radarn

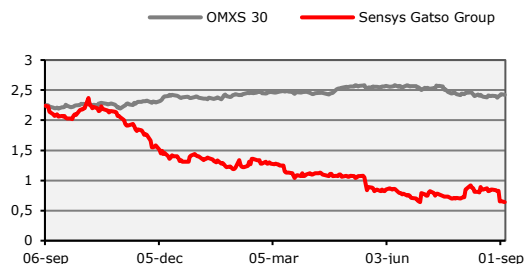
- Q2-EBITDA om -5 MSEK var i linje med väntat trots 12 procent lägre försäljning än vår prognos drivet av en stark bruttomarginal om 47 procent (väntat 35 %).

- Bolaget föreslår en företrädesemission om 100 MSEK för att investera i strategiska tillväxtmöjligheter som identifieras av styrelsen. Styrelsen väljer dock att flyga under radarn då det ännu är oklart vad dessa möjligheter konkret avser. Vår gissning är att emissionen i själva verket grundar sig i att kassan sinat.

- Vi har sänkt ledningsbetyget till 4 (5) på grund av bl.a. fortsatt oklar kommunikation. Tillsammans med utspädningen från nyemissionen ger detta ett nytt bear och base case på 0,4 och 0,8 SEK. Med tanke på de teckningsrätter som lär vräkas ut under oktober ser vi en möjlighet att aktiekursen kortsiktigt kommer ned från dagens nivåer till emissionskursen på 0,55 SEK.

Lista:
Börsvärde:
Bransch:
VD:
Styrelseordf:

Small Cap
541 MSEK
Information Technology
Torbjörn Sandberg
Claes Ödman


Redeye Rating (0 – 10 poäng)

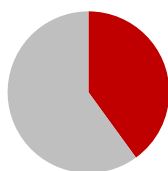
Ledning

Ägarskap

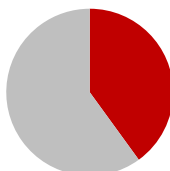
Vinstutsikter

Lönsamhet

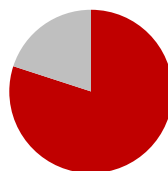
Finansiell styrka



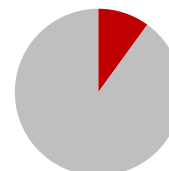
4,0 poäng



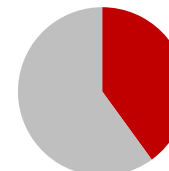
4,0 poäng



8,0 poäng



1,0 poäng



4,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning, MSEK	398	437	306	358	412
Tillväxt	148%	10%	-30%	17%	15%
EBITDA	76	25	-9	46	67
EBITDA-marginal	19%	6%	Neg	13%	16%
EBIT	49	-23	-48	11	31
EBIT-marginal	12%	Neg	Neg	3%	8%
Resultat före skatt	48	-30	-63	11	31
Nettoresultat	42	-24	-64	8	24
Nettomarginal	10%	Neg	Neg	2%	6%
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VPA	0,07	-0,04	-0,08	0,01	0,03
P/E	51,3	Neg	Neg	67,3	22,6
EV/S	6,3	2,3	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA	33,1	39,6	Neg	11,9	7,7

Fakta

Aktiekurs (SEK)	0,6
Antal aktier 17E (milj)	844,9
Börsvärde (MSEK)	541
Nettoskuld 17E (MSEK)	20
Free float (%)	82 %
Dagl oms. ('000)	500

Analytiker:
Viktor Westman
viktor.westman@redeye.se

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.

Nya tillväxtmöjligheter (dock under radarn)

Den stora nyheten i samband med Q2 var företrädesemissionen på 100 MSEK ([se våra initiala kommentarer här](#)). I övrigt fortsatte i stort sett den tidigare utvecklingen med ogynnsam makromiljö. Sensys Gatso anger alltså, i enighet med tidigare, att det inte går att avgöra när marknaden vänder men att bolaget inte förlorat några större affärer. Johan Frilund, senior VP inom affärsutveckling och bolagets ansikte utåt samt f.d. VD, är i färd med att lämna bolaget men [ny VD är nu på väg in, vilket vi också redan kommenterat separat](#). Styrelsen letade efter VD-kandidater med internationell erfarenhet av att bygga tillväxtbolag. Totalt hittade styrelsen 20 stycken kandidater varav 10 ansågs värda att träffa. Utav dessa 10 bedömdes Ivo Mönnink vara bäst men då Mönnink mestadels ser ut att ha verkat inom den privata sektorn i sina senaste VD-roller är det svårare att verifiera hans tillväxtexpertis. Vi kan även konstatera att styrelsen fortsätter att hävda att VD-bytet beror på att bolaget ska in i en ny tillväxtfas, men det är fortsatt oklart vad detta innebär (se vår tidigare kommentar från förra analysen¹).

Typgodkännande för T-series har ännu bara erhållits i Belgien men enligt bolaget är typgodkännande på god väg i alla viktiga europeiska marknader även om dessa länders myndigheters kvarnar maler långsamt.

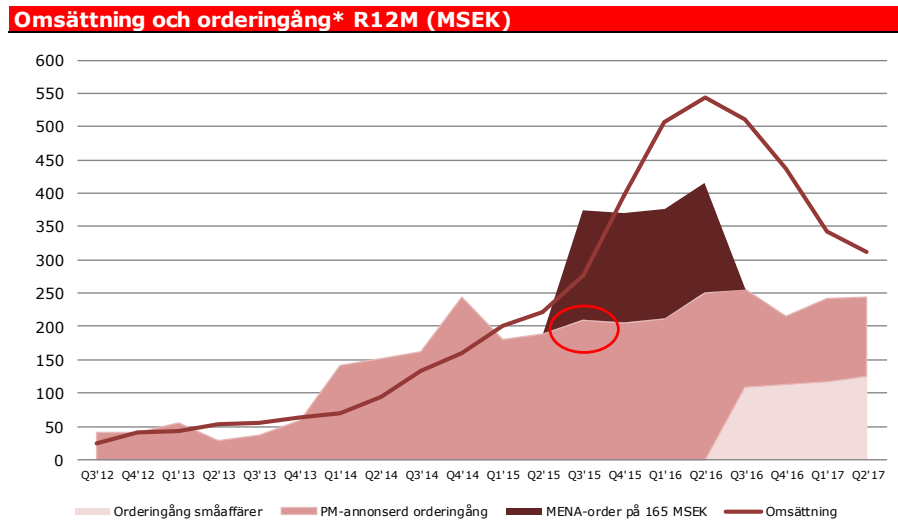
Stabil underliggande orderingång

Småaffärerna på under 5 MSEK uppgick för kvartalet till totalt cirka 47 MSEK och står därmed fortsatt för kring 50 procent av orderingången på rullande 12 månader. Trots bara ett fåtal större beställningar tickar det således in mindre ordar på strax över 100 MSEK årligen (se grafen på nästa sida), det vill säga minst 20 stycken mindre beställningar. Det är emellertid oklart vad exakt dessa beställningar avser och därmed osäkert hur återkommande de faktiskt är även om det ser stabilt ut i grafen. Vi antar att en betydande andel utgörs av reparationer och service.

I orderingångsgrafan (på nästa sida) har vi även brutit ut den stora engångsbeställningen från MENA-regionen på 165 MSEK. En nuvarande orderingång om 250 MSEK på rullande 12 månader framstår kanske som något vekt jämfört med historiska siffror men vi antar med tanke på de nämnda småaffärerna att denna orderingång är mer sticky än Sensys

¹ Vi efterlyste i vår Q1-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 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.

Traffics ordergångstopp på 250 MSEK under 2015 (i princip bara relaterad till svenska Trafikverket) samt även toppen på 400 MSEK för de två sammanslagna bolagen.



* = 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
Den röda ringen representerar tidpunkten för förvärvet av Gatso
Källa: Redeye Research & Sensys Gatso

Utav den PM-annonserade ordergången från Lettland, Sverige och Qatar noterar vi särskilt ordern på 17 MSEK från svenska Trafikverket rörande tunnlar och reservdelar till befintliga system. Ordern är ett tillägg till pågående utbyggnad men sker inom ramen för befintligt ramavtal från 2013. Sensys Gatso anger att tunnelarna i ordern är ett exempel på nyutveckling inom Trafikverket-relationen. En intressant fråga är vad för typ av ytterligare affärsmöjligheter som kan komma ur den långa och starka Trafikverket-relationen. Mellanöstern bjöd inte på några större nyheter men Sensys Gatso påstår att ordern på 5 MSEK från Qatar kan ses som att Mellanöstern-marknaden lossnat något.

Utöver ordergången har Sensys Gatso även slutit ett samarbetsavtal med Ricardo Rail gällande försäljning och tillverkning av APMS. Syftet med detta avtal är att fokusera fullt ut på trafiksäkerhet (för ytterligare reflektioner se fotnoten nedan).²

² Avtalet inkluderar ingen order men efter att Ricardo Rail köpt APMS-system för 12,5 MSEK har de tillåtelse att själv tillverka APMS, vilket enligt vår tolkning innebär att Sensys ger bort mycket av uppsidan för att få tillgång till Ricardo Rails distribution. Ricardo Rail kommer i den senare fasen ha tillåtelse att tillverka APMS i egen regi genom att betala Sensys Gatso en licensavgift samt köpa vissa nyckelkomponenter (också från Sensys Gatso). Givet att Sensys Gatso ska kraftsamla sina resurser inom trafiksäkerhet (något som förövrigt borde vara positivt) så antar vi att intäkterna från APMS i det senare skedet blir försumbara. Själva avtalet är alltså antagligen inget att hänga i julgranen och den stora positiva effekten är enligt oss att Sensys Gatso renodlar och fokuserar sina resurser till sitt kärnkompetensområde. Själva produkten fungerar men ett stort problem har varit att försäljningen ser helt annorlunda ut utanför Sverige (det är i princip bara i Sverige som Trafikverket ansvarar för järnvägsfrågor)

Inom Managed Services har Sensys Gatso förlängt fem kontrakt till ett värde om totalt 20 MSEK, motsvarande cirka en tredjedel av den årliga försäljningen. Leverans av tjänsten väntas ske inom 12-24 månader, vilket innebär ett sammanlagt ordervärde på 10-20 MSEK per år. Anledningen till de korta avtalsperioderna är att operatörsavtalen är konstruerade med 1-2 optionsår som följer på den initiala, längre avtalsperioden. Operatörsförsäljningen i Q2 på 19 MSEK var stark (mer om kvartalssiffrorna längre ned) och särskilt lovande var att detta angavs vara en effekt av ett nytt program i södra Kalifornien och teknikuppgraderingar inom befintliga avtal. Från Q3 kommer dock Iowa-nedstängningen³ att slå fullt ut och Florida utgör fortsatt ett orosmoment.⁴

Efter perioden, så nyligt som den 5 september, fick bolaget en order från Australien på 6 MSEK avseende leverans, installation och underhåll av ett bedömningsystem baserat på Sensys Gatsos back office-lösning Xilium. Dessutom ingår uppgradering av befintliga kamerasytem. Vi finner det intressant att nästan hälften av ordern rör underhåll och mjukvarulicenser och vi har räknat med fler liknande ordrar framöver.

Vi får många frågor om Japan-affären men har inte sett några anmärkningsvärda nyheter på denna marknad sedan den förra analysen.⁵ Anser vi fortfarande att Japan är relevant? Ja, vi antar att Sensys Gatso hade meddelat direkt om Japan-affären gått upp i rök eftersom allt annat hade varit en direkt överträdelse av aktiemarknadslagstiftningen.

³ 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 Department 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.

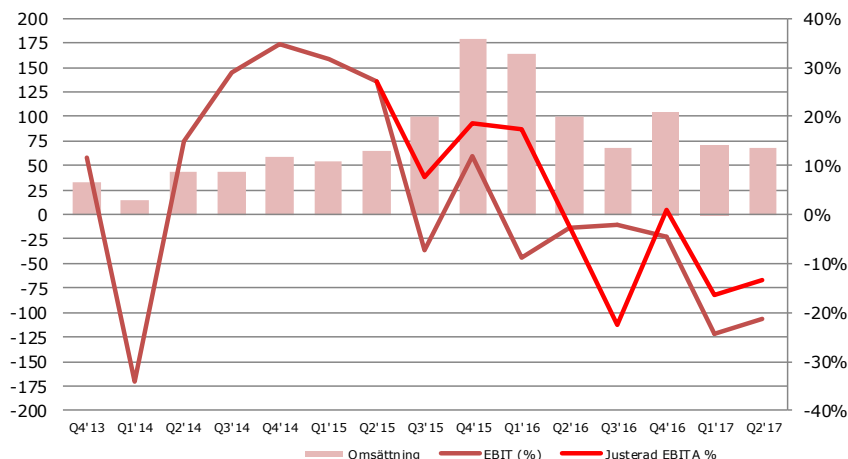
⁴ I Florida har, tvärtemot vad vi förutsåg, ett förbud dock klubbats igenom men detta gäller bara rödljus och drabbar alltså inte möjligheterna beträffande fartkameror. Gatso har dessvärre rödljuskameror i 3-4 städer i Florida, varav exempelvis sex stycken korsningar i Palm Bay. Palm Bay borde då ha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

⁵ Japan förtjänar 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 extra rigorösa.

Stark bruttomarginal innebar lägre förlust än befarat

Sensys Gatsos totala försäljning föll med 23 procent till 68 MSEK, vilket innebar att bolaget torskade -5 MSEK och -15 MSEK på EBITDA- respektive EBIT-nivå (se grafen på nästa sida).

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

Resultatet var nästan i linje med väntat, den svaga försäljningen till trots (se tabellen nedan). Orsaken är den starka bruttomarginalen på 47 procent (väntat 35 %), vilken utgjorde Q2-rapportens positiva överraskning. Eftersom fördelningen operatörs- och systemintäkter kom in på rekordhög nivåer (27 & 73 % av totalen) ser vi den starka bruttomarginalen som mer av en engångshändelse, inte minst med tanke på den kommande negativa effekten från nedstängningen av kamerorna i Iowa. Effekten är dock fortfarande oväntat stor jämfört med Q1'17 där bruttomarginalen låg på 35 procent. Om vi rent teoretiskt antar cirka 70 procent bruttomarginal inom operatörssidan under bägge dessa kvartal så innebär Q2 en förbättring på 8 procentenheter sedan Q1 relaterat till systemsidan, vilket ändå inte är orimligt då det skulle innebära nivåer nära Q4'16. Det är som vi tidigare skrivit om dock inte helt lätt att bena ut alla faktorer som styr bruttomarginalen och deras inbördes påverkan.

Faktiskt utfall vs. prognos

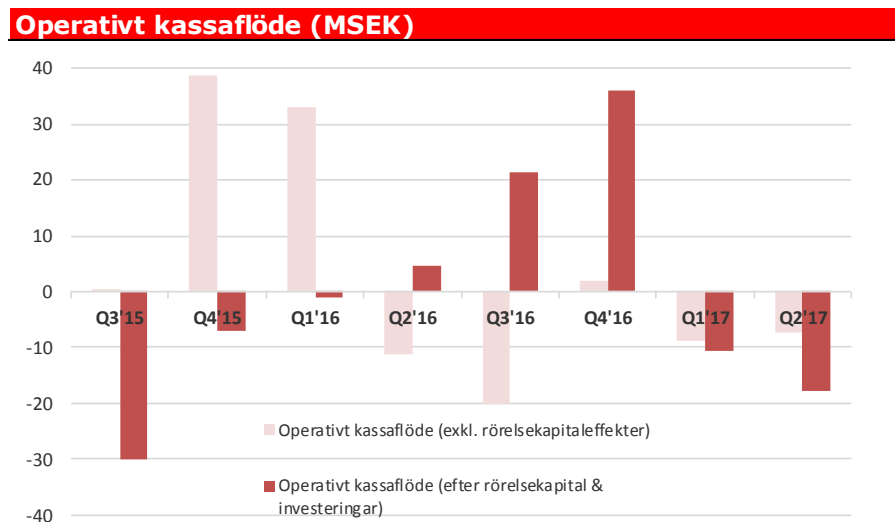
SEKm	Q2'16	Q2'17E	Utfall	Diff
Försäljning	100,0	77,5	68,2	-12%
EBITDA	6,5	-6,2	-4,7	1,5
EBITA	2,4	-10,3	-9,0	1,3
EBIT	-2,9	-15,9	-14,6	1,3
EPS, SEK	0,00	-0,02	-0,02	
Försäljningstillväxt (YoY)	55%	-23%	-32%	
Bruttomarginal	36%	35,0%	46,8%	
EBIT marginal	-3%	-20,5%	-21,4%	
EPS tillväxt (YoY)	-106%	n/a	n/a	

Källa: Redeye Research, Sensys Gatso

Operatörssegmentets starka försäljning på 19 MSEK bidrog med +8 MSEK till EBITDA trots viss press från Iowa där alla 13 anställda fått gå men den hela och stora Iowa-effekten kommer som sagt emellertid i Q3. Systemsidan fortsatte att utgöra blysanke med -13 MSEK i EBITDA.

Tillgängliga likvida medel på 64 MSEK men 23 MSEK av kreditlinan förbrukade

Kassaflödet från den löpande verksamheten blev cirka -7 MSEK (se grafen nedan) och -13 MSEK om vi tar rörelsekapitalet i beaktande. Efter bolagets investeringar inom i huvudsak Managed Services (antagligen i Kalifornien) uppgick operativt kassaflöde till -18 MSEK och dessutom återbetalades lån under perioden, vilket innebar ett totalt negativt kassaflöde om -24 MSEK.



Källa: Redeye Research & Sensys Gatso

Sensys Gatso anger att bolaget i slutet av Q2 hade 64 MSEK i tillgängliga likvida medel och tittar man lite snabbt i balansräkningen ser man en kassa på 15 MSEK. Denna beror dock på att Sensys Gatso har tullat 18 MSEK på kreditlinan i kvartalet och totalt 23 MSEK under H1. På något sätt har Sensys Gatso, enligt vad som anges i rapporten, lyckats uppfylla alla åtaganden mot banken trots förlust på EBITDA-nivå. Vi antar att detta beror på att bolaget har fått dispens för Q2 gällande bankens kovenanter (negativ EBITDA). Sensys Gatso skriver i kvartalsrapporten att bolaget förhandlar med banken om nya lånevillkor för kreditfaciliteten vars villkor inte uppnåddes under Q1, vilket vi antar sannolikt kommer innebära lägre kreditutrymme och sämre lånevillkor. Kreditfaciliteten, som är en av totalt tre stycken, har ännu inte använts. Vi ser det dock som orimligt att banken skulle låta bolaget ha kvar kreditlinan på lång sikt om bolaget fortsätter förlora pengar (även om det är husbanken som sköter nyemissionen). Det vore märkligt om kovenanterna i de två övriga kreditfaciliteterna skulle tillåta återkommande kvartal med negativ EBITDA.

Sensys Gatso anger slutligen i sammanhanget att bolaget har processer för att kontrollera likviditetsbehovet, vilket låter bra men möjligen kan ifrågasättas med tanke på den stora nyemissionen på 100 MSEK.

Inga nya uppgifter om kundernas betalningssvårigheter eller rörelsekapitalproblematiken från en mer lean lagerhållning framkom ([se förra analysuppdateringen](#)).

Prognosändringar och estimat

Vi har sänkt våra försäljningsestimater för 2017 och 2018 då marknaden ser fortsatt tuff ut och en återhämtning i orderingsgången alltjämt dröjer (se tabellen nedan). Vi räknar med viss bruttomarginalförbättring men tar inte för intäkt att den starka bruttomarginalen i Q2'17 håller i sig framöver främst med tanke på den negativa effekten från Iowa.

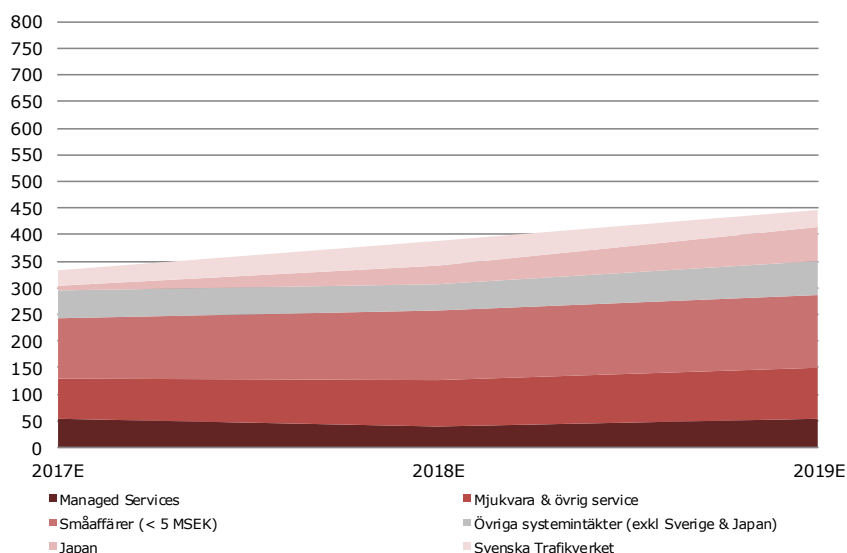
Förändringar i estimaten

MSEK		2017E	2018E
Försäljning	Gamla	330	432
	Nya	306	358
	förändring (%)	-7%	-17%
EBITDA	Gamla	-7	65
	Nya	-9	46
	förändring (%)	35%	-29%
EBIT	Gamla	-46	28
	Nya	-48	11
	förändring (%)	6%	-63%
Vinst per aktie	Gamla	-0,07	0,03
	Nya	-0,08	0,01
	förändring (%)	5%	-71%

Källa: Redeye Research, Sensys Gatso

Våra försäljningsestimater fördelas enligt grafen nedan:

Försäljningsantaganden (MSEK)



Källa: Redeye Research & Sensys Gatso

Våra detaljerade kvartalsestimat syns i tabellen nedan:

Sensys Gatso: Prognoser (MSEK)											
(MSEK)	2015	Q1'16E	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017
Omsättning	398	164	100	68	104	437	71	68	83	84	306
Tillväxt (%)	632%	202%	55%	-32%	-42%	10%	-57%	-32%	21%	-19%	-30%
Bruttomarginal (%)	42%	26%	36%	36%	41%	34%	35%	47%	40%	39%	40%
Systemintäkter		148	85	52	85	370	58	52	71	74	252
Tillväxt (%)		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-61%	-39%	36%	-13%	-32%
Managed Services		16	15	16	19	66	13	19	12	10	53
Tillväxt (%)		n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-21%	30%	-28%	-49%	-19%
EBITDA	76	3	6	10	6	25	-8	-5	4	-1	-9
EBITA	69	-1	2	6	1	8	-12	-9	0	-5	-26
EBITA (%)	17%	-1%	2%	8%	1%	2%	-17%	-13%	0%	-6%	-9%
EBIT	49	-14	-3	-1	-5	-23	-17	-15	-6	-11	-48
EBIT (%)	12%	-9%	-3%	-2%	-4%	-5%	-24%	-21%	-7%	-13%	-16%
EPS	0,07	-0,03	0,00	-0,01	0,00	-0,04	-0,02	-0,02	-0,01	-0,02	-0,08

Källa: Redeye Research, Sensys Gatso

Som syns i tabellen ovan räknar vi med en sekventiell tillväxt under H2 och att Q2 utgjorde en slags botten.

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 nyemissionen pressar på kort sikt

Vi ser viss uppsida på sikt i förhållande till vårt base case på 0,8 SEK per aktie. I närtid antar vi dock att den föreslagna nyemissionen kommer att trycka ned kursen till teckningskursen på 0,55 SEK när i synnerhet besvikna småsparare vräker ut teckningsrätter under teckningsperioden i oktober.

Bear points – de viktigaste riskerna & motargumenten

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

Värdering & scenarioanalys

Utspädningen från nyemissionen leder till att base case går ned från 1,2 till 0,8 SEK per aktie. Bear och bull case uppgår nu till 0,4 och 1,6 SEK från tidigare 0,6 respektive 2,3 SEK (se nedan för våra värderingsantaganden). Vi ser således en viss uppsida till vårt basscenario men vi antar att aktien på grund av företrädesemissionen kommer vara svag kortsiktigt när besvikna aktieägare (sånspare i synnerhet) vråker ut teckningsrätter under teckningsperioden i oktober.

Vi har sänkt ledningsbetyget från 5 till 4 på grund av den otydliga kommunikationen samt incitamentsstrukturen där VD är den enda som får optioner i incitamentsprogrammet. Vi har utrymme att fortsätta sänka ledningsbetyget och avser att göra detta om inte kommunikationen förbättras framgent. Ändringen i Redeye Rating gör att avkastningskravet hoppar upp från 13,5 till 13,9 procent, vilket också har bidragit till nedrevideringen i värderingen även om lejonparten ligger i utspädningen från nyemissionen.

Värderingsmetodik

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 13,9 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 10 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 26 respektive 19 procent, vilket innebär en andel på runt 47 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 32 procent av försäljningen under 2017-2022 och 30 procent under 2018-2022.

Med våra antaganden ovan summerar den genomsnittliga årliga intäktsstillväxten till 14 procent under perioden 2017-2022. EBIT-marginalen blir över samma period cirka 11 procent i snitt (pga förlust under 2017) men stiger till i snitt 14 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 0,8 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 6 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 5 respektive 10 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 7 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 0,4 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 31 respektive 28 procent. Bolaget skulle då i bull case nå sitt mål om över 50 procent återkommande intäkter.

Systemintäkterna väntas växa med CAGR 16 procent under 2017-2022 men bara 6 procent mellan 2016-2021. Detta är i båda fallen inte mer än sju procentenheter högre än base case, vilket förklaras av övergången till återkommande intäkter.

Bruttomarginalen för koncernen ligger i snitt på 45 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 28 procent av försäljningen under 2017-2022 och 25 procent under 2019-2022. Vi antar att bolaget kommer att investera i att adressera alltfler intressanta möjligheter inom exempelvis smarta städer och att tillväxtresan därför förlängs.

Försäljningen växer i det optimistiska scenariot med i snitt 21 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 1,6 kronor per aktie.

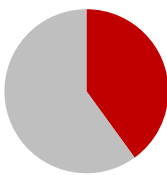
Sammanfattning Redeye Rating

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:

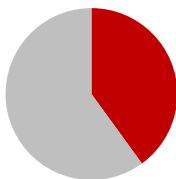
Ledningsbetyget sänks från 5 till 4 (se vidare [vårt resonemang i värderingsdelen](#))

Ledning 4,0p



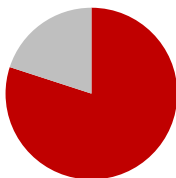
Gatso-förvärvet under sommaren 2015 såg ut att vara ett väldigt logiskt köp av stabilitet i form av en hög andel välbehövliga, återkommande intäkter men den sammanslagna orderingen har hittills inte övertygat. Sensys Gatsos nya VD har erfarenhet från helt andra industrier och därför är det bra att f.d. VD blir kvar i bolaget under en övergångsperiod fram tills våren 2018. I övriga ledningen finns dock lång erfarenhet i form av huvudägarna från Gatso. Kommunikationen och transparensen är på bättringsvägen men i flera avseenden är det fortfarande black box som gäller. Incitamentsprogrammet är endast förbehållet VD.

Ägarskap 4,0p



Sensys 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. Ingen i styrelsen äger mer än 76 000 aktier. Förutom familjen Gatsonides återfinns institutioner såsom t.ex. AMF på ägarlistan.

Vinstutsikter 8,0p



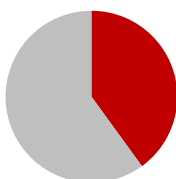
Gatso innebär betydande, återkommande operatörs- och serviceintäkter. Konkurrensen är dock fortsatt hög även efter Gatso-förvärvet. Marknaden ser ut att vara i behov att konsolideras och bolaget har här en intressant position som marknadsledare på systemsidan. Storleken och stabiliteten från Gatso-förvärvet 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 orderingen ungefär till hälften av småaffärer på under 5 MSEK per styck.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	398	437	306	358	412
Summa rörelsekostnader	-322	-411	-315	-312	-345
EBITDA	76	25	-9	46	67
Avskrivningar materiella tillg.	-6	-13	-13	-12	-13
Avskrivningar immateriella tillg.	-21	-35	-27	-23	-22
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	49	-23	-48	11	31
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-7	-15	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	48	-30	-63	11	31

Skatt	-7	6	0	-3	-8
Nettoreultat	42	-24	-64	8	24

Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	76	22	48	45	64
Kundfordringar	138	63	47	57	68
Lager	75	50	38	47	54
Andra fordringar	24	24	25	28	30
Summa omsätt.	313	160	159	176	216
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	38	43	41	47	54
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	2	3	4
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	436	398	374	362	354
Uppsk. skatteford.	26	52	49	49	49
Summa tillgångar	776	609	582	587	619

Skulder	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	56	21	17	21	25
Kortfristiga skulder	94	19	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	58	61	62	69	78
Summa kort. skuld	209	101	79	91	102
Ränteb. skulder	121	80	69	49	40
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	330	181	147	140	142
Uppskj. skatteskuld	44	32	32	36	39
Avsättningar	14	9	10	11	12
Eget kapital	387	387	393	401	425
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	387	387	393	401	425
Summa skulder och E. Kap.	776	609	582	587	619

Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	398	437	306	358	412
Sum rörelsekost.	-322	-411	-315	-312	-345
Avskrivningar	-27	-49	-39	-35	-35
EBIT	49	-23	-48	11	31
Skatt på EBIT	-7	4	0	-3	-8
NOPLAT	42	-19	-48	8	24
Avskrivningar	27	49	39	35	35
Bruttokassaflöde	69	30	-9	43	59
Föränd. i rörelsekap	-104	67	24	-9	-9
Investeringar	-452	-10	-16	-23	-27
Fritt kassaflöde	-487	86	-1	12	23

Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	50%	63%	67%	68%	69%
Skuldsättningsgrad	55%	26%	17%	12%	9%
Nettoskuld	138	77	20	4	-24
Sysselsatt kapital	526	463	413	405	401
Kapit. oms. hastighet	0.5	0.7	0.5	0.6	0.7

Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	148%	10%	-30%	17%	15%
VPA-tillväxt (just)	40%	-153%	103%	-113%	198%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	13,9 %	NPV FCF (2017-2019)	36
		NPV FCF (2020-2026)	373
		NPV FCF (2027-)	349
		Rörelsefrämjade tillgångar	22
		Räntebärande skulder	-99
		Motiverat värde MSEK	682
Antaganden 2017-2023			
Genomsn. förs. tillv.	13,1 %	Motiverat värde per aktie, SEK	0,8
EBIT-marginal	11,5 %	Börskurs, SEK	0,6

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	16%	-6%	-16%	2%	6%
ROCE	13%	-4%	-13%	2%	7%
ROIC	69%	-4%	-10%	2%	6%
EBITDA-marginal	19%	6%	-3%	13%	16%
EBIT-marginal	12%	-5%	-16%	3%	8%
Netto-marginal	10%	-6%	-21%	2%	6%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0,07	-0,04	-0,08	0,01	0,03
VPA just	0,07	-0,04	-0,08	0,01	0,03
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	0,21	0,12	0,02	0,00	-0,03
Antal aktier	657,16	657,16	844,91	844,91	844,91

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	2 510,8	1 003,4	561,1	544,7	516,5
P/E	51,3	-38,0	-8,5	67,3	22,6
P/S	5,3	2,1	1,8	1,5	1,3
EV/S	6,3	2,3	1,8	1,5	1,3
EV/EBITDA	33,1	39,6	-63,3	11,9	7,7
EV/EBIT	51,6	-43,2	-11,6	51,6	16,4
P/BV	6,1	2,4	1,4	1,3	1,3

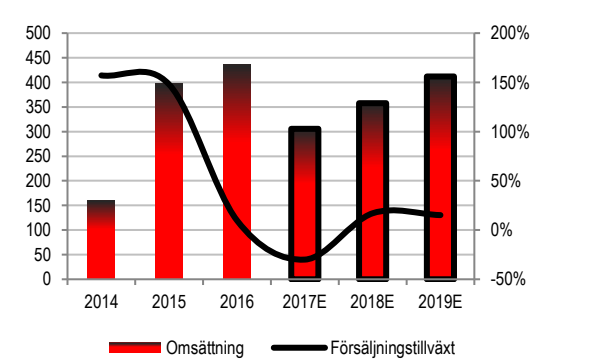
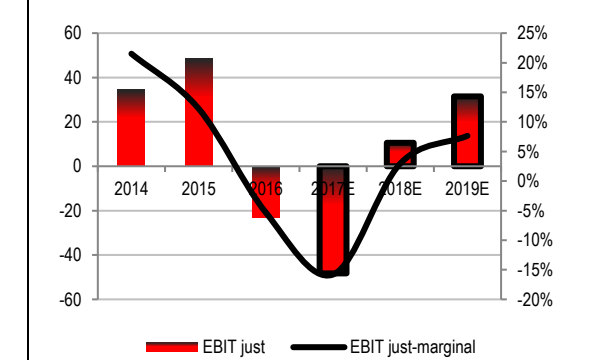
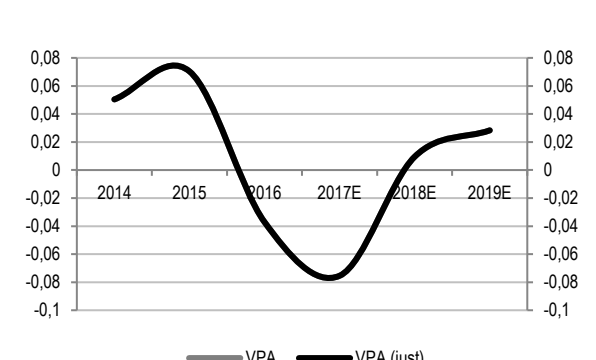
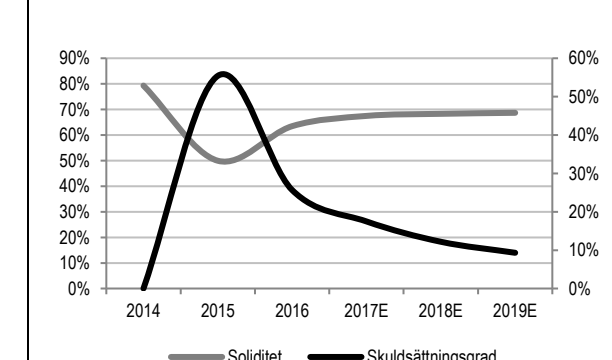
Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	-24,7 %	Omsättning	-12,4 %
3 mån	-26,4 %	Rörelseresultat, just	n/a
12 mån	-71,4 %	V/A, just	n/a
Årets Början	-54,6 %	EK	0,7 %

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

Aktien	
Reuterskod	SENS.ST
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	0,6
Antal aktier, milj	844,9
Börsvärde, MSEK	540,7

Bolagsledning & styrelse	
VD	Torbjörn Sandberg
CFO	Niki Gatsonides
IR	Niki Gatsonides
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 & 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>~15%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~400</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~450</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~300</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~350</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~400</td> <td>~15%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2014	~150	~15%	2015	~400	~15%	2016	~450	~15%	2017E	~300	~15%	2018E	~350	~15%	2019E	~400	~15%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & 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>~35</td> <td>~20%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~45</td> <td>~20%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~-10</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~-45</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~10</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~30</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2014	~35	~20%	2015	~45	~20%	2016	~-10	~10%	2017E	~-45	~10%	2018E	~10	~10%	2019E	~30	~10%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	~150	~15%																																									
2015	~400	~15%																																									
2016	~450	~15%																																									
2017E	~300	~15%																																									
2018E	~350	~15%																																									
2019E	~400	~15%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	~35	~20%																																									
2015	~45	~20%																																									
2016	~-10	~10%																																									
2017E	~-45	~10%																																									
2018E	~10	~10%																																									
2019E	~30	~10%																																									
<p>Vinst Per Aktie</p>  <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</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>~0,02</td> <td>~0,02</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~0,03</td> <td>~0,03</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2014	~0,05	~0,05	2015	~0,07	~0,07	2016	~0,02	~0,02	2017E	~-0,07	~-0,07	2018E	~0,02	~0,02	2019E	~0,03	~0,03	<p>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</p>  <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~80%</td> <td>~10%</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>~68%</td> <td>~25%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~68%</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~68%</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2014	~80%	~10%	2015	~50%	~55%	2016	~65%	~35%	2017E	~68%	~25%	2018E	~68%	~15%	2019E	~68%	~10%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2014	~0,05	~0,05																																									
2015	~0,07	~0,07																																									
2016	~0,02	~0,02																																									
2017E	~-0,07	~-0,07																																									
2018E	~0,02	~0,02																																									
2019E	~0,03	~0,03																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2014	~80%	~10%																																									
2015	~50%	~55%																																									
2016	~65%	~35%																																									
2017E	~68%	~25%																																									
2018E	~68%	~15%																																									
2019E	~68%	~10%																																									
<p>Intressekonflikter</p> <p>Viktor Westman äger aktier i bolaget Sensys Gatso: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>Verksamhetsbeskrivning</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 investerarrelationer.. 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

Redeys 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 Redeys 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 Redeys analysbevakning

Redeys 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 Redeys 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 objektiva och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-09-06)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	42	17	11	22
3,5p - 7,0p	71	65	99	35	45
0,0p - 3,0p	12	20	11	81	60
Antal bolag	127	127	127	127	127

*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.