



## ERIK PENSER BANK

Penser Access | Servicetjänster | Sverige | 17 november 2022

# Sensys Gatso Group

## Stark ordergång men stort kontrakt pausas

### Q3'22 åt det svagare hållet

Sensys Gatso rapporterade en Q3'22 omsättning på 95,4 mkr, klart lägre än Q3'21 som genererade en omsättning på 130,4 mkr. Det är framför allt systemförsäljningen som har försvagats y/y. Försäljning från TRaaS var fortsatt stark, 76 mkr, +16% y/y och stod för 80% av den totala omsättningen. EBIT på -4,2 mkr var klart svagare än samma period 2021, 28,2 mkr. Efter en lång period av stark systemförsäljning går nu bolaget in i en lugnare fas för systemförsäljningen, samtidigt som kostnadsbasen har stigit mer än våra prognoser, delvis beroende på FX. Ordergången var stark; 53 mkr i Q3'22 (64 mkr) innebär en 12 månaders rullande ordergång 543 mkr.

### Saudi kontrakt pausas, samtidigt som bolaget ökar leveransförmågan

Ett stort kontrakt till Saudiarabien har på kundens begäran pausats. Det finns vissa positiva avläggare, som att kunden eventuellt övergår till fast snarare än rörlig övervakning, vilket har varit den huvudsakliga produkten i kontraktet. Det påverkar dock våra estimat för 2023. Vi har även underskattat kostnadsutvecklingen, delvis drivet av FX, men framför allt det faktum att bolaget nu bygger upp leveranskapacitet på den amerikanska marknaden. Sammantaget innebär det sänkta prognoser för -23e men även för -24e. Samtidigt höjer vi försäljningstillväxten från -24e på grund av den signifikanta ordern till Trafikverket, som kommer att rapporteras i ordergången under Q4'22.

### Lägre motiverat värde men den långsiktiga omvärderingspotentialen kvarstår

På grund av analysavdelningens nya ramverk för avkastningskrav, i kombination med lägre prognoser i närtid, sänker vi vårt motiverade värde till 1,45-1,55 (1,6-1,7). Den transformation som bolaget är inne i, från hårdvara till mjukvara och tjänster, i kombination med stark efterfrågan drivet av mänsklighetens stora förflyttning mot ett hållbart samhälle, innebär en fortsatt stor omvärderingspotential i aktien. Vi ser gårdagens kursreaktion som överdriven och som ett utmärkt köptillfälle.

Estimatändring (kr)					Prognos (mkr)				Värde och risk	
	22e	Δ%	23e	Δ%	2021	2022e	2023e	2024e	Motiverat värde	1,5 - 1,6 kr
Totala intäkter	481	-13,3	746	-2,0	Totala intäkter	507	481	746	Aktiekurs	1,0 kr
EBITDA, just.	62	-44,6	122	-27,3	Intäkttillväxt	11%	N.m.	55%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	0,0	-65,3	0,1	-38,2	EBITDA, just.	84	62	122	164	
					EBIT, just.	46	23	78	116	
					EPS, just.	0,0	0,0	0,1	0,1	
					EPS-tillväxt	>100%	N.m.	>100%	51%	
					EK/aktie	0,6	0,7	0,7	0,8	
					EBIT-marginal	9,1%	4,7%	10,5%	12,4%	
					ROE, just.	6,5%	3,5%	8,9%	12,2%	
					ROCE, just.	7,0%	3,3%	10,9%	14,8%	
					EV/Sales	1,8x	1,9x	1,3x	1,0x	
					EV/EBITDA	11,1x	15,1x	8,2x	5,8x	
					EV/EBIT	20,2x	40,9x	12,9x	8,3x	
					P/E, just.	25,2x	46,5x	16,5x	10,9x	
					P/EK	1,6x	1,5x	1,4x	1,2x	
					FCF yield	1%	10%	-	9%	
					Nettoskuld/EBITDA	0,5x	-0,2x	0,5x	0,1x	

  

Kommande händelser	
Q4 - rapport	23 februari 2023

  

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	922m
Börsvärde	944
Nettoskuld	-14
EV	930
Free float	82%
Daglig handelsvolym, snitt	4 045k
Bloomberg Ticker	SENS SS EQUITY

  

Analytiker	
Orjan Roden	orjan.roden@penser.se

  

Kursutveckling 12 mån	

  

Intressekonflikter		
	Yes	No
Likviditetsgarant		✓
Certified adviser		✓
Transaktioner 12m		✓

## Investment case

### Högre andel återkommande intäkter

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

### TraaS - en framtida intäktskälla för offentliga sektorn

TraaS innebär ökade intäkter för offentliga verksamheter. Detta utan att de behöver satsa kapital eller ta på sig löpande kostnader för drift. Sensys Gatso tar på sig hela drifts- och investeringsansvaret och delar intäkterna med kunden. Därmed kommer TraaS att stötta en högre mängd offentliga utgifter hos kunden, samtidigt som kostnader för trafikskador och mortalitet minskar.

### Ökad geografisk närvaro

Sensys växer med en bred geografisk bredd, bland annat i både Nord- och Sydamerika, samt Mellanöstern. Behovet av trafikövervakning på dessa marknader är utbrett. Samtidigt finns en stor öppenhet för TRaaS modellen jämfört med t ex Skandinavien. Detta möjliggör en högre andel TraaS intäkter över tid. Framför allt är potentialen i USA väsentlig. President Joe Biden har nyligen skrivit under en transportlag som innebär federalt finansieringsstöd för fartkameror, vilket sannolikt kommer att accelerera penetrationen av trafikövervakning de närmaste åren.

### Högt teknikinnehåll bidrar till högre värdeskapande

På ytan framstår Sensys Gatso som ett bolag med lågt teknikinnehåll; trafikkameror är per definition ingen avancerad teknik. Under ytan växer dock teknikinnehållet då kringtjänster runt själva övervakningen ökar. Detta borgar för högre lönsamhet och jämnare försäljning i framtiden.

## Bolagsprofil

Sensys Gatso är en sammanslagning från 2015 mellan svenska Sensys och nederländska Gatso. Bolaget säljer produkter och tjänster inom trafiksäkerhet till olika offentliga aktörer. Exempel på produkter är hastighetskameror och trafikljus. Sensys Gatso har även utvecklat mjukvara som gör att hela processen för bötfällning vid trafiköverträdelser kan automatiseras. Ett vanligt exempel är en fartkamera som fotograferar en fortkörare, ägaren identifieras med hjälp av Sensys Gatsos mjukvara och systemet skickar sedan ut böter till denne. Sensys Gatso kan även hantera den ekonomiska delen av bötesprocessen,

## Värdering

Vi värderar Sensys Gatso enligt en DCF modell med en WACC på 12%, en uthållig rörelsemarginal på 13% och en långsiktig tillväxt på 3%. Detta ger ett DCF värde 1,5/aktie. Vi bedömer att bolaget kommer att nå sin målsättning per 2025 samt att fortsätta växa därefter. En högre andel intäkter från mjukvara i allmänhet och TRaaS i synnerhet borgar för långsiktigt högre marginaler relativt historiken.

## Estimatförändringar

Old estimates	2022e	2023e	2024e
Revenue	555	761	891
EBITDA	112	168	197
New estimates	2022e	2023e	2024e
Revenue	481	746	942
EBITDA	62	122	164
Difference	2022e	2023e	2024e
Revenue	-13%	-2%	6%
EBITDA	-45%	-27%	-16%

Källa: EPB

## DCF inklusive känslighetsanalys

Valuation output			
Sum of PV of FCF (explicit period)			662
PV of terminal value (perpetuity formula)			678
<b>Enterprise value</b>			<b>1 340</b>
Latest net debt			-53
Minority interests & other			0
<b>Equity value</b>			<b>1 393</b>
No. of shares outstanding (millions)			922
<b>Equity value per share (SEK)</b>			<b>1,51</b>
Implicit multipl.	2022	2023	2024
EV/Sales	2,8	1,8	1,4
EV/EBITDA	21,7	11,0	8,2
EV/EBIT	58,9	17,2	11,5
EV/NOPLAT	58,9	19,1	12,8
P/E			
ROIC/WACC			
Current Share price			1,04

WACC assumptions	
Risk free nominal rate	2,5%
Risk premium	5,5%
Extra risk premium	4,0%
Beta	1,0
Cost of equity	12,0%
Cost of debt (pre-tax)	3,0%
Tax rate	15%
Target debt/(debt + equity)	0%
WACC	12,0%

Terminal value assumptions	
Long term growth rate	3,0%
Long term EBIT margin	13,0%
Depreciation (% of sales)	2,0%
Capex (% of sales)	2,0%
Working cap. (% of sales)	25,7%
Tax rate	20%

Sensitivity analysis						
		Long-term growth rate				
		1,0%	2,0%	3,0%	4,0%	5,0%
WACC	11,0%	1,6	1,6	1,7	1,8	2,0
	11,5%	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8
	12,0%	1,4	1,4	1,5	1,6	1,7
	12,5%	1,3	1,4	1,4	1,5	1,6
	13,0%	1,3	1,3	1,3	1,4	1,5
		Long-term EBIT margin				
		8,0%	10,5%	13,0%	15,5%	18,0%
WACC	11,0%	1,3	1,5	1,7	1,9	2,1
	11,5%	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0
	12,0%	1,2	1,4	1,5	1,7	1,8
	12,5%	1,1	1,3	1,4	1,6	1,7
	13,0%	1,1	1,2	1,3	1,5	1,6

Källa: EPB

## Historiskt motiverat värde och aktiekurs



Källa: Factset, EPB

## Resultaträkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Nettoomsättning</b>	406	455	507	481	746	942
<b>Totala intäkter</b>	406	455	507	481	746	942
Kostnad sålda varor	-208	-244	-274	-244	-394	-481
<b>Bruttoresultat</b>	198	210	233	237	351	461
Totala rörelsekostnader	-169	-151	-150	-175	-229	-297
<b>EBITDA</b>	29	59	84	62	122	164
<b>EBITDA, justerad</b>	29	59	84	62	122	164
Totala avskrivningar	-53	-49	-38	-39	-44	-48
<b>EBITA, justerad</b>	(24)	11	46	23	78	116
<b>EBIT</b>	-24	11	46	23	78	116
<b>EBIT, justerad</b>	-24	11	46	23	78	116
Finansnetto	-3	-8	1	12	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	-28	2	47	35	78	116
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	-28	2	47	35	78	116
Total skatt	12	1	-12	-15	-21	-30
<b>Nettoresultat</b>	-15	4	35	20	57	87
<b>Nettoresultat, justerad</b>	-15	4	35	20	57	87

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EBIT	-24	11	46	23	78	116
Övriga kassaflödesposter	109	95	62	85	78	66
Förändringar i rörelsekapital	-36	-42	-61	24	-148	-53
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	49	64	47	132	8	129
Investeringar	-41	-19	-24	-18	-11	-10
<b>Fritt kassaflöde</b>	4	31	5	97	-28	89
Nyemission / återköp	0	71	0	0	0	0
Övriga poster	36	14	19	-40	0	0
<b>Kassaflöde</b>	28	104	1	57	-28	89
<b>Nettoskuld</b>	77	10	44	-14	58	17

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Balansräkning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>TILLGÅNGAR</b>						
Goodwill	257	242	251	281	281	281
Övriga immateriella tillgångar	53	47	57	55	58	64
Materiella anläggningstillgångar	101	86	92	90	79	65
Övriga anläggningstillgångar	45	40	36	26	16	16
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>457</b>	<b>416</b>	<b>436</b>	<b>453</b>	<b>434</b>	<b>427</b>
Varulager	87	127	97	96	149	188
Kundfordringar	75	68	141	120	186	236
Övriga omsättningstillgångar	4	3	2	2	2	2
Likvida medel och kortfristiga placeringar	52	108	72	90	18	59
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>249</b>	<b>351</b>	<b>361</b>	<b>352</b>	<b>423</b>	<b>570</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>797</b>	<b>805</b>	<b>857</b>	<b>997</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>						
Eget kapital	450	517	561	612	669	756
Minoritetsintressen	-1	-2	0	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>449</b>	<b>515</b>	<b>562</b>	<b>612</b>	<b>669</b>	<b>756</b>
Långfristiga räntebärande skulder	39	37	44	44	44	44
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>77</b>	<b>66</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	57	53	50	10	10	10
Leverantörsskulder	47	62	37	35	34	52
Övriga kortfristiga skulder	45	54	64	61	58	89
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>180</b>	<b>187</b>	<b>170</b>	<b>128</b>	<b>122</b>	<b>175</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>797</b>	<b>805</b>	<b>857</b>	<b>997</b>

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Intäkstillväxt	-	12%	11%	N.m.	55%	26%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	>100%	40%	N.m.	97%	35%
EBIT-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	N.m.	>100%	49%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	N.m.	>100%	51%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	46,0%	49,2%	47,1%	49,0%
EBITDA-marginal	7,0%	13,1%	16,5%	12,9%	16,4%	17,5%
EBITDA-marginal, justerad	7,0%	13,1%	16,5%	12,9%	16,4%	17,5%
EBIT-marginal	Neg.	2,4%	9,1%	4,7%	10,5%	12,4%
EBIT-marginal, justerad	Neg.	2,4%	9,1%	4,7%	10,5%	12,4%
Vinst-marginal, justerad	Neg.	3,3%	6,9%	4,2%	7,7%	9,2%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Avkastning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
ROE, justerad	Neg.	1%	7%	3%	9%	12%
ROCE, justerad	Neg.	2%	7%	3%	11%	15%
ROIC, justerad	Neg.	2%	8%	4%	12%	16%

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Varulager / totala intäkter	21%	28%	19%	20%	20%	20%
Kundfordringar / totala intäkter	19%	15%	28%	25%	25%	25%
Leverantörsskulder / KSV	23%	26%	14%	15%	9%	11%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	>100%	>100%	73%	53%	59%
Rörelsekapital / totala intäkter	21%	26%	35%	32%	40%	38%
Kapitalomsättningshastighet	0,7x	0,7x	0,7x	0,7x	1,0x	1,1x

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Nettoskuld	77	10	44	-14	58	17
Soliditet	64%	67%	70%	76%	78%	76%
Nettoskulsättningsgrad	0,2x	0,0x	0,1x	0,0x	0,1x	0,0x
Nettoskuld / EBITDA	2,7x	0,2x	0,5x	-0,2x	0,5x	0,1x

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
EPS	-0,02	0,00	0,04	0,02	0,06	0,09
EPS, justerad	-0,02	0,00	0,04	0,02	0,06	0,09
FCF per aktie	0,00	0,04	0,01	0,10	-0,03	0,10
Eget kapital per aktie	0,51	0,59	0,61	0,66	0,73	0,82
Antal aktier vid årets slut, m	879	879	922	922	922	922
Antal aktier efter utspädning, snitt	879	879	922	922	922	922

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Värdering

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
P/E, justerad	Neg.	372,3x	25,2x	46,5x	16,5x	10,9x
P/EK	2,7x	2,9x	1,6x	1,5x	1,4x	1,2x
P/FCF	283,3x	47,4x	184,2x	9,8x	Neg.	10,6x
FCF-yield	0%	2%	1%	10%	Neg.	9%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	3,1x	3,3x	1,8x	1,9x	1,3x	1,0x
EV/EBITDA, justerad	44,5x	24,9x	11,1x	15,1x	8,2x	5,8x
EV/EBIT, justerad	Neg.	136,9x	20,2x	40,9x	12,9x	8,3x
EV	1 272	1 482	925	930	1 002	961
Aktiekurs	1,4	1,7	1,0	1,0	1,0	1,0

Källa: Sensys Gatso Group, EPB

## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

Erik Penser Bank (publ.)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)