



# ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sverige | 25 November 2021

## Sensys Gatso Group

### Tydlig marginalförbättring i Q3

#### Imponerande marginaler

Sensys Gatsos omsättning under Q3 2021 var 130 mkr (132) och EBIT 28 (13) mkr. Även om resultatet innehöll vissa positiva engångsposter, imponerar den underliggande marginalen. Vi anser att det är ett kvitto på en ökad andel återkommande intäkter med ett högre inslag av mjukvara. Orderingen på 65 (324) mkr var svagare än i Q3 2020, som dock innehöll en stor order på 275 mkr. TRaaS intäkterna ökade med 40%, klart positivt.

#### Estimatförändringar

Vi sänker våra försäljningsestimat för 2022 med 24% då vi ser en förskjutning av systemförsäljning framåt i tiden jämfört med tidigare. Den starkare underliggande marginalen i Q3 gör dock att vi höjer våra marginalprognoser med 1%-enhet på EBITDA-nivå. För 2023 håller vi våra estimat relativt oförändrade. För återkommande intäkter, den viktiga värddrivaren, behåller vi våra prognoser på liknande nivå som tidigare.

#### Justering av motiverat värde

Vi sänker vårt motiverade värde till 1,5-1,6 från 2,0-2,1. Vi justerar ner den långsiktiga EBITDA-marginalen i våra prognoser och lägger oss närmare Sensys Gatsos egen guidning på "minst 15%" för 2025. I takt med att Sensys Gatso alltmer utvecklas mot ett mjukvaruföretag de närmaste åren, ser vi potentialen till ett högre motiverat värde baserat på multiplar från liknande företag.

Estimatändring (kr)			Prognos (kr)					Värde och risk		
	Nu	Förr		20	21e	22e	23e	Motiverat värde	1.5 - 1.6	
EPS, just 21e	0.03	0.03	0.0%	Omsättning, mkr	455	474	576	786	Aktiekurs	SEK1.0
EPS, just 22e	0.06	0.06	0.0%	Tillväxt	12%	4%	22%	36%	Riskenivå	Medium
EPS, just 23e	0.08	0.08	0.0%	EBITDA, mkr	59	73	113	145		
				EBIT, mkr	11	36	69	101		
				EPS, justerad	0.0	0.0	0.1	0.1		
				EPS tillväxt	(126)%	591%	86%	46%		
				EK/aktie	0.6	0.6	0.7	0.7		
				Utdelning/aktie	0.0	0.0	0.0	0.0		
				EBIT-marginal	2.4%	7.6%	12.0%	12.8%		
				ROE	0.8%	5.4%	9.2%	12.1%		
				ROCE	10.8%	12.1%	17.3%	20.2%		
				EV/Sales	2.1x	2.0x	1.7x	1.2x		
				EV/EBITDA	16.3x	13.2x	8.5x	6.7x		
				EV/EBIT	89.3x	26.8x	14.0x	9.6x		
				P/E, justerad	222.4x	32.2x	17.3x	11.9x		
				P/EK	1.8x	1.7x	1.5x	1.3x		
				Direktavkastning	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	1.6%	(3.9)%	9.9%	0.4%		
				Nettosk./EBITDA	0.2g	0.6g	(0.4)g	(0.4)g		

  

Kommande händelser	
Bokslutskommuniké	2022-02-23
Delårsrapport Q1 2022	2022-04-29

  

Bolagsfakta (mkr)	
Antal aktier	922m
Börsvärde	922
Nettoskuld	45
EV	967
Free float	81%
Daglig handelsvolym, snitt	1,761(k)
Reuters/Bloomberg	SENS:SS

  

#### Kursutveckling 12 mån

  

#### Analytiker

orjan.roden@penser.se



# Sammanfattning

## Tydlig marginalförbättring i Q3

### 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,

### Motiverat värde

Vi värderar Sensys Gatso enligt en DCF modell med en WACC på 9,4%, 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

Vi sänker våra estimat för både 2021 och 2022 men behåller våra estimat för 2023 i stort sett oförändrade. Vi antar nu en större fördröjning av systemförsäljning jämfört med tidigare i både Costa Rica och Saudiarabien. Samtidigt tar vi höjd för den starka underliggande marginalen i Q3 och justerar upp våra marginalprognoser med 1%-enhet på EBITDA-nivå för 2022. Vi väljer dock att inte extrapolera den starka utvecklingen i Q3 alltför mycket, det var ett osedvanligt starkt kvartal och det är osannolikt att hålla marginalen på den nivån när tillväxten tar fart.

### Estimatförändringar

Old estimates	2021e	2022e	2023e
<b>Revenue</b>	561	757	792
<b>EBITDA</b>	79	141	152
<b>New estimates</b>			
	2021e	2022e	2023e
<b>Revenue</b>	474	576	786
<b>EBITDA</b>	73	113	145
<b>Difference</b>			
	2021e	2022e	2023e
<b>Revenue</b>	-16%	-24%	-1%
<b>EBITDA</b>	-8%	-20%	-5%

### Känslighetsanalys

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

Källa: EPB

Källa: EPB

### Resultaträkning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>406</b>	<b>455</b>	<b>474</b>	<b>576</b>	<b>786</b>
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0
Kostnad sålda varor	-208	-244	-247	-293	-401
<b>Bruttovinst</b>	<b>198</b>	<b>210</b>	<b>227</b>	<b>284</b>	<b>385</b>
Övriga externa kostnader	-169	-151	-153	-170	-240
Administrationskostnader	0	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	<b>29</b>	<b>59</b>	<b>73</b>	<b>113</b>	<b>145</b>
Avskrivningar	-53	-49	-37	-44	-44
<b>EBIT (justerad)</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>36</b>	<b>69</b>	<b>101</b>
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-24</b>	<b>11</b>	<b>36</b>	<b>69</b>	<b>101</b>
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	-3	-8	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-28</b>	<b>2</b>	<b>36</b>	<b>69</b>	<b>101</b>
Skatter	12	1	-8	-16	-23
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0
<b>Nettoresultat (rapporterat)</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>29</b>	<b>53</b>	<b>78</b>
<b>Nettoresultat (justerat)</b>	<b>-15</b>	<b>4</b>	<b>29</b>	<b>53</b>	<b>78</b>

Källa: EPB

## Kassaflödesanalys

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EBIT	-24	11	36	69	101
Icke kassaflödespåverkande poster	109	95	27	28	21
Förändringar i rörelsekapital	-36	-42	-53	57	-47
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>49</b>	<b>64</b>	<b>10</b>	<b>154</b>	<b>74</b>
Investeringar	-57	-45	-46	-63	-71
Avyttringar	0	0	0	0	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-7</b>	<b>20</b>	<b>-36</b>	<b>91</b>	<b>4</b>
Utdelningar	0	0	0	0	0
Nyemission / återköp	0	71	5	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0
Lånefinansiering och övriga justeringar	36	14	0	0	0
<b>Kassaflöde</b>	<b>28</b>	<b>104</b>	<b>-31</b>	<b>91</b>	<b>4</b>
Omräkningsdifferenser i likvida medel	0	0	0	0	0
<b>Nettoskuld (ex IFRS 16)</b>	<b>44</b>	<b>-19</b>	<b>21</b>	<b>-70</b>	<b>-74</b>
<b>Nettoskuld (inkl IFRS 16)</b>	<b>77</b>	<b>10</b>	<b>43</b>	<b>-48</b>	<b>-51</b>

Källa: EPB

## Balansräkning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>TILLGÅNGAR</b>					
Goodwill	257	242	249	249	249
Övriga immateriella tillgångar	53	47	50	45	46
Materiella anläggningstillgångar	101	86	94	118	144
Uppskjutna skattefordringar	46	40	39	39	39
Innehav i intresseföretag och andelar	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	0	0	0	0	0
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>457</b>	<b>416</b>	<b>432</b>	<b>451</b>	<b>478</b>
Varulager	87	127	92	114	159
Kundfordringar	75	68	178	114	171
Övriga omsättningstillgångar	35	47	0	0	0
Likvida medel	52	108	67	158	162
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>249</b>	<b>351</b>	<b>337</b>	<b>386</b>	<b>491</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>769</b>	<b>838</b>	<b>969</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>					
Eget kapital	450	517	552	605	683
Minoritetsintressen	-1	-2	0	0	0
<b>Summa eget kapital</b>	<b>449</b>	<b>515</b>	<b>552</b>	<b>605</b>	<b>683</b>
Långfristiga finansiella skulder	39	37	46	46	46
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	10	5	4	4	4
Övriga långfristiga skulder	28	24	25	25	25
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>77</b>	<b>66</b>	<b>74</b>	<b>74</b>	<b>74</b>
Kortfristiga finansiella skulder	57	53	42	42	42
Leverantörsskulder	47	62	0	0	0
Skatteskulder	2	2	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	74	70	101	117	170
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>180</b>	<b>187</b>	<b>143</b>	<b>159</b>	<b>212</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>706</b>	<b>767</b>	<b>769</b>	<b>838</b>	<b>969</b>

Källa: EPB

## Tillväxt och marginaler

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Omsättningstillväxt	7%	12%	4%	22%	36%
EBIT-tillväxt, justerad (ex IFRS 16)	-4240%	-144%	233%	91%	46%
EPS-tillväxt, justerad	503%	-126%	591%	86%	46%
Bruttomarginal	48,7%	46,3%	47,8%	49,2%	49,0%
EBITDA-marginal (inkl IFRS 16)	7,0%	13,1%	15,4%	19,6%	18,4%
EBIT-marginal (justerad, inkl IFRS 16)	-6,0%	2,4%	7,6%	12,0%	12,8%
Skattesats	45%	-60%	21%	23%	23%

Källa: EPB

## Kapitaleffektivitet

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
ROE, justerad	-3%	1%	5%	9%	12%
ROCE, justerad (inkl IFRS 16)	-6%	2%	6%	11%	14%
ROIC	8%	8%	9%	13%	15%
Investeringar (ex IFRS 16)	45	33	46	63	71
Investeringar / omsättning	11%	7%	10%	11%	9%
Övriga externa kostnader / omsättning	42%	33%	32%	30%	31%
Rörelsekapital / omsättning	20%	26%	37%	21%	21%
Kapitalomsättningshastighet	0,8x	0,6x	0,6x	0,7x	0,9x

Källa: EPB

## Finansiell ställning

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nettoskuld (inkl IFRS 16)	77	10	43	-48	-51
Soliditet (ex IFRS 16)	64%	67%	72%	72%	70%
Soliditet (inkl IFRS 16)	64%	67%	72%	72%	70%
Nettoskuldsättningsgrad (inkl IFRS 16)	17%	2%	8%	-8%	-8%
Nettoskuld / EBITDA (inkl IFRS 16)	2,7x	0,2x	0,6x	-0,4x	-0,4x

Källa: EPB

## Aktiedata

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
EPS, rapporterad	-0,02	0,00	0,03	0,06	0,08
EPS, justerad	-0,02	0,00	0,03	0,06	0,08
FCF per aktie	-0,01	0,02	-0,04	0,10	0,00
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (miljoner)	860,0	879,2	921,8	921,8	921,8

Källa: EPB

## Värdering

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
P/E, justerat	neg	302,5x	32,2x	17,3x	11,9x
P/EK	2,6x	2,3x	1,7x	1,5x	1,3x
P/FCF	neg	61,2x	neg	10,1x	259,0x
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales (inkl IFRS 16)	3,1x	2,7x	2,0x	1,5x	1,1x
EV/EBITDA (inkl IFRS 16)	43,6x	20,3x	13,2x	7,7x	6,0x
EV/EBIT, justerat (inkl IFRS 16)	neg	111,4x	26,8x	12,7x	8,6x
Aktiekurs, årets slut	1,4	1,4	1,0	1,0	1,0
EV, årets slut (inkl IFRS 16)	1 247	1 206	965	874	870

Källa: EPB

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grunda sig på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden

#### Motiverat värde och risk

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

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

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget. Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt. Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken

#### Allmänt

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

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarförningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i be-rörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn

---

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

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