



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 29 April 2021

Sensys Gatso Group

Sensys Q1

Svagt kvartal

Omsättningen enskilda kvartal för Sensys Gatso varierar stort beroende på när order levereras och kvartalsresultat är därför av mindre betydelse. I Q1 blev omsättningen 78 mkr, betydligt lägre än vårt estimat om 138 mkr. Det beror huvudsakligen på att av ordern från Saudiarabien värd 275 mkr levererades endast ca 5 % under kvartalet. Förseningen innebär dock endast en förskjutning av intäkterna och påverkar inte lönsamheten.

Estimatförändringar

Vi gör signifikanta estimatförändringar för 2021. Vi räknar med att ca 10 % av det levererade ordervärdet från Saudiarabien flyttas till 2022, samt räknar med att en större andel av ordern till Costa Rica levereras under 2022. Q1 var svagare än vi räknade med och vi sänker därför sammantaget vår prognostiserade omsättning för 2021 till 598 mkr (704). Justeringarna påverkar inte våra långsiktiga prognoser.

Ny värdering

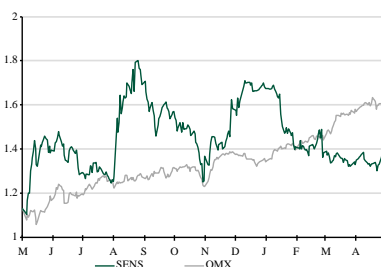
Estimatförändringar leder till att vi sänker vårt motiverade värde från 2,2–2,3 kr per aktie till 2,05–2,15 kr. Om Sensys Gatsos prognos faller in och resten av ordern från Saudiarabien levereras under 2021, bör det till slut bli ett bra år för aktien. Oavsett om ordern till Saudiarabien skulle bli försenad har den senaste tidens nedgång skapat ett bättre köptillfälle för den som tror på Sensys Gatso långsiktigt.

Estimatändring (SEK)			Prognos (SEK)				Risk och Avkastning			
	Nu	Förr		19e	20e	21e	22e	Motiverat värde	2.05 - 2.15	
EPS, just 20e	0	0	0.0%	Sales,m	406	455	598	742	Current price	SEK1.23
EPS, just 21e	0.06	0.06	0.0%	Sales Growth	6.8%	12.0%	31.4%	24.1%	Riskenivå	Medium
EPS, just 22e	0.08	0.08	0.0%	EBITDA, m	29	59	96	134		
				EBIT, m	(24.4)	10.8	58.5	92.6		
				EPS, adj	(0.02)	0.00	0.06	0.08		
				EPS Growth	0.0%	(2.5)%	11.6%	43.4%		
				Equity/Share	0.5	0.6	0.7	0.8		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	(6.0)%	6.0%	9.8%	12.5%		
				ROE (%)	(3.0)%	4.5%	20.5%	11.0%		
				ROCE	(5.3)%	6.4%	24.1%	15.7%		
				EV/Sales	2.73x	2.44x	1.86x	1.50x		
				EV/EBITDA	38.9x	18.7x	11.5x	8.3x		
				EV/EBIT	(45.5)x	102.8x	19.0x	12.0x		
				P/E, adj	(79.0)x	280.9x	22.3x	15.6x		
				P/Equity	2.5x	2.2x	1.8x	1.6x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	(3.9)%	4.1%	5.1%	7.3%		
				Net Debt/EBITDA	1.1g	(0.1)g	(1.5)g	(1.6)g		

Bolagsfakta (mkr)

Antal aktier	913.6m
Market cap	1,124
Nettoskuld	(13)
EV	1,111
Free Float	81.00%
Avg. No. of Daily Traded Sh.	3,320.0(k)

Kursutveckling 12 mån



Analytiker

magnus.skog@penser.se



Sammanfattning

Sensys Q1

Investment Case

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

Ny ledning, bättre bolag

Sensys Gatso härstammar från en sammanslagning 2015 mellan svenska Sensys och nederländska Gatso. Sammanslagningen var initialt mindre lyckad och 2016–2019 var förlustår med volatil aktiekurs. Under 2017 bytte bolaget ledning och vi ser en positiv förändring. Försäljningsprocesserna är långa vilket gör att det är först nu resultatet av ledarskiftet börjar synas. Orderingången från maj till augusti 2020 var högre än hela den sammanlagda omsättningen år 2016 och 2017.

Återkommande intäkter växer

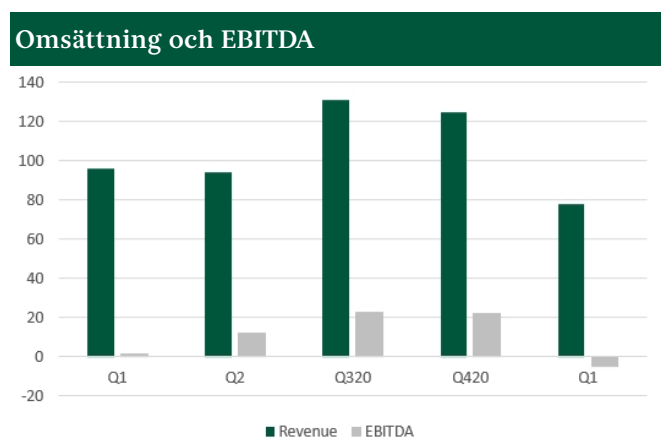
Sensys Gatso satsar på en ökad andel återkommande intäkter från TRaaS (traffic enforcement as a service), vilket innebär mer stabilitet i intäkterna. Bolagets mål är att TRaaS ska utgöra över 60 % av omsättningen år 2025. Vi estimerar att bolagets mål kommer uppfyllas och att den årliga tillväxten för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

Lågt värderat mot historiska snittet

Sensys Gatsos historiska 10-årsnitt för EV/Sales är 4,4 jämfört med våra estimat år 2021 om endast ca 2. Värderingen är enligt oss låg för ett konjunkturokänsligt ESG-case med hög tillväxt och ökad andel återkommande intäkter. Enligt vår DCF-värdering är bolaget värt 2,05-2,15 kr per aktie vilket innebär en uppsida om ca 70 % från dagens kurs om 1,25 kr per aktie.

Q1

Omsättningen från Saudiarabien och TRaaS i USA var betydligt lägre än förväntat. Vi estimerade 138 mkr i försäljning och konsensus var 135, men omsättningen blev endast 78 mkr (96). Det operativa kassaflödet försämrades avsevärt till -36 mkr (9). Vi ser dock det svaga kassaflödet som helt naturligt i och med att ett lager har byggts upp inför leveransen till Saudiarabien vilket har ökat rörelsekapitalet. Som ses nedan var Q1 Sensys Gatsos sämsta kvartal resultatmässigt det senaste året.



USA och TRaaS

Intäkterna från managed services blev 22 Mkr (33) i Q1. Förklaringen är att TRaaS i USA är baserat till stor del på trafikövervakning av skolor, och intäkter genereras endast när skolorna är öppna. Betalningarna har normalt ca 1 månads fördröjning vilket gör att exempelvis decembers böter inkluderas i Q1:s resultat. Pandemin var betydligt värre i USA december-januari än idag och bolaget estimerar att Q2 kommer generera betydligt högre TRaaS-intäkter än Q1, framförallt från och med andra halvan av Q2.

USA har idag ett av världens högsta vaccinationstal per invånare då drygt 40 % har vaccinerats. Vi ser därför en ytterst låg risk att det ska komma någon ny pandemivåg som minskar TRaaS lönsamhet framöver. Framförallt med tanke på att vi står inför varmare temperaturer.

Värt att notera är också att TRaaS-intäkterna från service och underhåll ökade till 25 mkr (20). Ju större installerad bas Sensys Gatso har av trafikutrustning, desto högre blir normalt sett intäkterna från service och underhåll. Vi räknar därför med att intäkterna från service kommer fortsätta att öka framöver i takt med att mer utrustning installeras.

Gällande USA i övrigt ser vi vissa positiva tecken från Biden-administrationen. President Biden har omfattande planer för att öka landets infrastrukturinvesteringar och skriver exempelvis på Vita husets hemsida att han vill "minska antalet som dör i trafikolyckor". Vi har inte lyckats hitta mer ingående information om hur mycket som är budgeterat till trafiksäkerhet, men givet att Biden förlorade ett barn i en trafikolycka skulle vi inte bli förvånade om trafiksäkerhet får ökad prioritet framöver. Även om många av besluten kring trafiksäkerhet sker på delstatsnivå bör en positiv inställd president underlätta sektorns utveckling.

Costa Rica

Sensys Gatso besökte Costa Rica i mars för att få till stånd sitt planerade projekt med ett ordervärde om 192 mkr. Vi noterade under kvartalspresentationen en mer bestämd ton från Sensys Gatso gentemot Costa Rica än tidigare. Vidare kommunicerar bolaget att "vi ska vidare stärka vår kontrakterade situation under de kommande månaderna". Sensys Gatso var återhållsamma med att berätta vad uttalandet innebär men vi ser det som möjligt att bolaget framöver kommer sätta hårdare press på Costa Rica gällande att följa kontraktet. Att Costa Rica inte har genomfört sin del av avtalet är en illegal aktivitet, vilket Sensys Gatso poängterade under presentationen.

Anledningen till att Costa Rica inte fullföljer kontraktet är landets bristfälliga ekonomi. Costa Ricas mål är ett budgetöverskott om 1 % 2023 och 1,7 % 2024. För att uppnå detta planerar regeringen bland annat att minska statliga utgifter. Landet har dock länge haft ekonomiska problem. Vidare har endast ca 9 % vaccinerats i Costa Rica, vilket är långt under exempelvis Sveriges ca 20 %. Turismens totala bidrag till BNP är över 10 % i Costa Rica och vaccinationsgraden är därför mycket viktig för landets ekonomi. Ett planerat budgetöverskott i kombination med dåliga ekonomiska utsikter gör att projektet är höljt i osäkerhet. Hastighetsövervakning är dock intäktsbringande samt minskar kostnader från trafikolyckor. Vi räknar fortfarande med att projektet blir av.

Estimatförändringar

Vår förflyttning av estimerade intäkter för Saudiarabien om 10 % till 2022, ett svagare Q1 än väntat samt en mindre förflyttning av de prognosticerade intäkterna från Costa Rica till 2022 leder till relativt stora estimatförändringar för 2021. Vi räknar nu med intäkter om 598 mkr vs tidigare 704 mkr, samt EBITDA 96 mkr vs tidigare 138 mkr. Våra prognoser efter 2021 blir sammantaget i princip oförändrade.

Estimat			
Old estimates	2021e	2022e	2023e
Revenue	704	738	816
EBITDA	138	132	158
New estimates	2021e	2022e	2023e
Revenue	598	742	816
EBITDA	96	134	158
Difference	2021e	2022e	2023e
Revenue	-33%	4%	0%
EBITDA	-55%	8%	0%

Våra estimatförändringar leder till att vi sänker vårt motiverade värde från 2,2–2,3 till 2,05–2,15 kr per aktie. Marknaden avskyr osäkerhet och utredningen från 2015, Costa Rica och Saudiarabien har givit investerare en stor dos osäkerhet under 2021. Det återspeglas i aktiekursen som har sjunkit 25 % i år vilket vi anser är för mycket. Flera av faktorerna bakom kursnedgången, likt förseningen i Saudiarabien och de lägre intäkterna från TRaaS i USA, är endast tillfälliga.

Även om vi sänker vårt motiverade värde något är vi fortsatt positiva till Sensys Gatso på sikt. Om bolagets prognoser slår in och resten av Saudiarabien-ordern levereras under 2021, borde det trots allt bli ett bra år för aktien. Oavsett om ordern till Saudiarabien skulle bli försenad har den senaste tidens nedgång skapat ett bättre köptillfälle för den som tror på Sensys Gatso långsiktigt. Aktiekursen börjar närma sig bottennoteringen i mars 2020 om 1,01 kr

per aktie. Avslutningsvis noterar vi att Styrelseordförande Claes Ödman har köpt aktier i Sensys för 0,2 Mkr efter rapporten, vilket givetvis är ett positivt tecken.

Värt att notera är också Pär Degermans presentation den 25 mars i vilken han beskriver var i värdekedjan Sensys Gatso befinner sig. Han framhävde då att Sensys Gatsos TRaaS-verksamhet ger ett komplett erbjudande till kunden med hjälp av mjukvara. Genom att Sensys äger datan och automatiserar verksamheten kan Sensys Gatso ta del av den mest lönsamma delen av värdekedjan för trafikövervakning och därigenom erhålla högre marginaler. Bolaget uppnådde 17 % EBITDA-marginal för hela bolaget i Q3 och Q4. Vår tro är att Sensys Gatso långsiktigt kommer nå en EBITDA-marginal om knappt 20 %. Pär Degermans anförande stärkte vår tro att Sensys Gatso långsiktigt, med enkelhet, kommer att uppfylla sitt marginalmål om minst 15 % EBITDA-marginal.

Resultaträkning och kassaflödesanalys

Income statement								
	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E
Net Income	437	293	380	406	455	598	742	816
Other revenue	0	0	0	0	0	0	0	0
Cost goods sold	-269	-177	-219	-261	-294	-378	-462	-507
Gross profit	168	116	162	145	161	220	280	309
Selling expenses	-86	-84	-75	-81	-72	-74	-86	-90
Administrative expenses	-44	-40	-39	-41	-48	-42	-57	-59
Research and development	-51	-47	-46	-48	-34	-47	-44	-46
Other expenses	11	0	-1	1	0	0	0	0
EBITDA	46	-16	38	29	59	96	134	158
Depreciation and amortization	-49	-39	-37	-53	-49	-38	-41	-44
EBIT	-2	-55	1	-24	11	59	93	114
Extraordinary items	0	0	0	0	0	0	0	0
Adjusted EBIT	-2	-55	1	-24	11	59	93	114
Financial income	0	0	0	0	0	0	0	0
Financial expenses	-7	-11	-2	-3	-8	4	-2	0
Profit before taxes	-9	-65	-1	-28	3	63	91	114
Taxes	6	3	-1	12	2	11	20	25
Minority interests	2	4	1	2	2	2	2	0
Net income	-1	-58	-2	-13	4	50	72	89
Net income adjusted	-1	-58	-2	-13	4	50	72	89
Cash flow								
	2 016	2 017	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
EBIT	-2	-55	1	-24	11	59	93	114
Items not affecting cash flow	4	41	34	56	49	38	41	44
Financial items	-7	-11	-2	-3	-4	4	-2	0
Taxes	6	3	-1	12	2	11	20	25
Changes in working capital	87	-26	15	-36	-42	0	0	0
Cash flow from operations	88	-39	49	-4	15	96	134	158
Investments	-19	-13	-21	-45	-33	-24	-30	-33
Divestments	0	0	0	0	0	0	0	0
Free cashflow	70	-52	28	-49	-18	72	104	125
Dividends	0	0	0	0	0	0	0	100
Share issues	0	87	18	0	71	0	0	0
Aquisitions	0	0	0	0	0	0	0	0
Borrowings and other adjustments	-109	-29	-28	24	2	0	0	0
Cash flow	-39	6	18	-25	55	72	104	25
Cash at the beginning of the period	0	0	0	0	52	107	180	283
Cash and bank balances	682	23	-18	31	107	180	283	309

Balance sheet

Balance sheet	2 018	2 019	2 020	2 021	2 022	2 023
Assets						
Goodwill	251	257	242	242	242	242
Other immaterial assets	69	53	47	36	28	24
Property plant and equipment	43	101	86	110	130	150
Deferred tax assets	38	45	40	25	15	10
Sum non current assets	401	456	416	413	415	426
Inventories	72	97	140	313	173	175
Receivables	57	76	65	57	57	57
Other current assets	26	26	35	60	60	60
Cash	77	52	109	131	217	309
Sum current assets	232	251	348	561	507	601
Sum assets	632	708	764	974	922	1 027
Equity and liabilities						
Equity	632	708	515	748	686	887
Minority interests	0	0	0	0	0	0
Sum equity	454	449	511	748	686	887
Non current liabilities	454	449	56	62	62	60
Pension liabilities	0	0	0	0	0	0
Deferred tax liabilities	0	0	5	10	10	10
Other non current liabilities	0	0	10	45	45	40
Sum non current liabilities	19	10	71	117	117	110
Short term liabilities	45	45	62	10	10	10
Trade payables	112	117	60	70	80	100
Tax liabilities	10	10	5	17	17	10
Other liabilities	28	48	57	12	12	10
Sum current liabilities	17	17	184	109	119	130
	11	67				
Sum equity and liabilities	489	475	765	974	922	1127

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 fondhandlarföreningens 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