

## Uppföljning: Kv4 2020

### SENSEC HOLDING AB

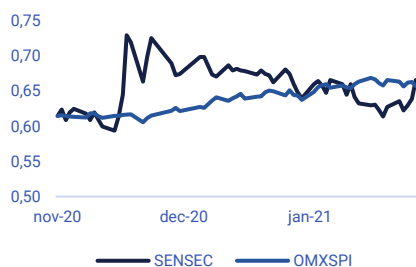
VD: Michael Pettersson  
 SO: Mats Holmberg  
 www.sensec.se

Bloomberg: SECS.SS  
 Reuters Eikon: SECS.STO

Lista: Nasdaq First North

Aktie, senast: 0,64 kr  
 Marknadsvärde: 82 MSEK

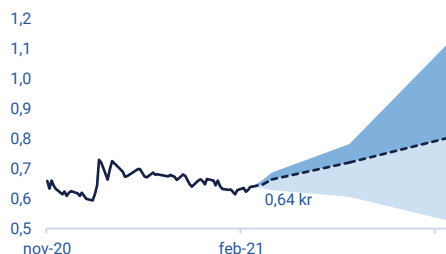
### AKTIEKURSUTVECKLING



	12M	YTD	6M	1M
Utveckling (%)	6,7	-5,2	-6,8	-5,2

Källa: Refinitiv Eikon

### VÄRDERINGSINTERVALL



	BEAR	BAS	BULL
Pris per aktie (kr)	0,56	0,83	1,13
Upp-/nedsida (%)	-12,4	29,5	76,6

Källa: Carlsquare

### CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Bertil Nilsson  
 Senior Equity Analyst

Lars Johansen Öh  
 Senior Advisor

## Något bättre intäkter och en positiv underton

Sensec levererade aningen bättre intäkter än väntat. Samtidigt blev kostnaderna också högre jämfört med vår prognos. Ett positivt resultat i kv4/2020 är bra givet den påtagligt försvagande effekt Covid-restriktionerna har haft på koncernens affärer. Vi justerar upp vår rikt-kurs till 0,83 kronor/aktie i Bas-scenariot (tidigare 0,80 kronor /aktie).

### En viss återhämtning verkar vara på väg

Sensec har haft ett tufft år bakom sig och tappat en stor del av sina intäkter, då främst under rörelsesegmentet Check Points som hämmats av restriktioner i kölvattnet av Covid-19. Under helåret 2020 genererade bolaget en nettoomsättning på 67,9 miljoner kronor. Det motsvarar en negativ tillväxt på minus 30,4 procent. Vår prognos 67,4 miljoner kronor och tappet var således väntat. En viss återhämtning kunde dock skönjas under det fjärde kvartalet då med ett intäktstapp på endast blev minus 25 procent.

Trots intäktstappet kunde bolaget redovisa lönsamhet. Rörelseresultatet under 2020 landade på 5,2 miljoner kronor (vår prognos 6,0 miljoner kronor), motsvarande en rörelsemarginal på 7,4 procent. Det är också en förbättring mot föregående år 2019. Förbättringen kan till stora delar förklaras av effektiviseringsåtgärden liksom försäljningsmixen, då med en högre andel intäkter från rörelsesegmentet Support and Services som har en bättre bruttomarginal än exempelvis Check Points.

### Förvärven blir intressanta att följa under 2021

Förvärvet av Bertil O Steen konsoliderades under januari/februari 2021. Med detta har bolaget också etablerat sig i Norge. Vidare sondering av flera liknande förvärv i både Finland som Danmark pågår. Vi ser att förvärven gör att Sensec dels kan bli en pan-nordisk koncern, men framför allt att det finns möjligheter till korsförsäljning mellan länderna och kostnadssynergier med storskalsfördelar när väl detta är på plats.

### Värdering av aktien

Vi har gjort marginella förändringar i våra prognoser. Avvikelsen vad gäller resultatet var större än de för intäkterna, men vi ser den ändå som begränsad vad gäller både absoluta tal liksom effekten framåt. I vår sammanvägda värdering (multipel- och kassaflödesvärdering) kommer vi fram till ett motiverat värde om 0,83 kronor per Sensec-aktie i vårt basscenario för de kommande 6-12 månaderna (tidigare 0,80 kronor). Rätt förvärv till rätt pris är en trigger för aktien som kan lyfta både tillväxt och lönsamhet.

### Finansiella nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P
Nettoomsättning	106,3	97,6	67,9	157,6	198,3	218,6
EBITDA	16,5	6,8	8,1	14,1	21,0	24,0
Just. EBITDA	9,2	6,7	5,5	13,9	21,0	24,0
EBIT	15,4	4,2	5,2	9,4	15,8	18,2
Just. EBIT	8,1	4,0	2,6	9,2	15,8	18,2
EBT	14,5	3,4	5,1	8,9	14,5	17,3
Periodens resultat	12,9	2,6	3,9	7,2	11,8	14,0
Vinst per aktie	0,10	0,02	0,03	0,06	0,09	0,11
Tillväxt, nettoomsättning	17,2%	-8,2%	-30,4%	132,0%	25,8%	10,3%
EBITDA-marginal	14,5%	7,0%	11,5%	8,9%	10,6%	11,0%
EBIT-marginal	13,5%	4,3%	7,4%	6,0%	7,9%	8,3%
Vinstmarginal	11,4%	2,7%	5,6%	4,6%	5,9%	6,4%
EV/Sales (nuv.)	0,9x	1,0x	1,4x	0,6x	0,5x	0,4x
EV/EBITDA (nuv.)	5,9x	14,3x	12,1x	7,0x	4,7x	4,1x
EV/EBIT (nuv.)	6,4x	23,2x	18,7x	10,4x	6,2x	5,4x
P/E (nuv.)	6,3x	31,4x	20,8x	11,4x	7,0x	5,9x
P/B (nuv.)	0,3x	0,3x	0,3x	0,4x	0,5x	0,6x

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Uppföljning och kommentarer

Sensec har tydligt påverkats negativt av pandemin, vilket påvisas av nettoomsättningen som backade med 30,4 procent under helåret 2020. Trots intäktsstappet lyckades bolaget ändå leverera lönsamhet. Det mycket tack vare en förändrad försäljningsmix med fördel för Support and Services som har en hög bruttomarginal. Detta påvisar också vikten av detta rörelsesegment som i stor utsträckning jobbar med längre avtalstider. Under det fjärde kvartalet levererade Sensec något bättre intäkter än väntat. Positivt är att tecken finns på att intäktsstappet börjar mattas av. Samtidigt blev kostnaderna något större än förväntat. Företagsledningen lyckades hålla nere kostnaderna och därmed uppnåddes ett positivt resultat för kv4/2020, som var ungefär hälften av vår prognos.

### Tydligt tapp under 2020 men återhämtning kan skönjas

#### Nettoomsättningen tyngdes av pandemin

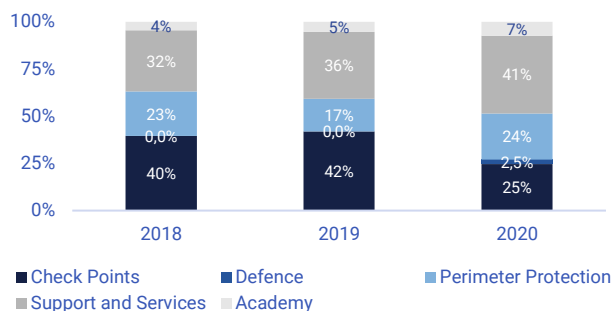
Sensec har drabbats förhållandevis hårt av Covid-pandemin som bl.a. inneburit färre event att sälja säkerhetsutrustning till, men som även har dämpat flygplatsernas investeringsbehov. Under 2020 redovisade Sensec en nettoomsättning på 67,9 miljoner kronor, motsvarande en negativ tillväxt om minus 30,4 procent. Vår prognos låg på 67,4 miljoner kronor och tappet var således väntat.

#### Sensec: Nettoomsättning (MSEK), 2018-2020



Källa: Bolagsinformation

#### Intäktsfördelning rörelsesegment, 2015-2020

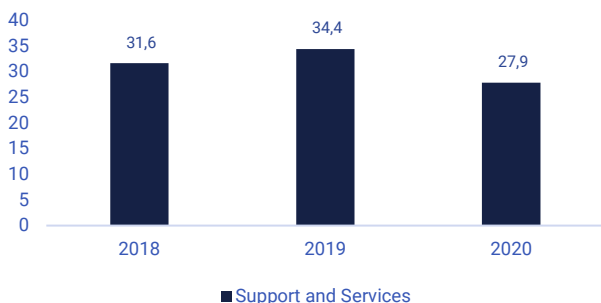


Källa: Bolagsinformation

#### Support and Service och Check Points

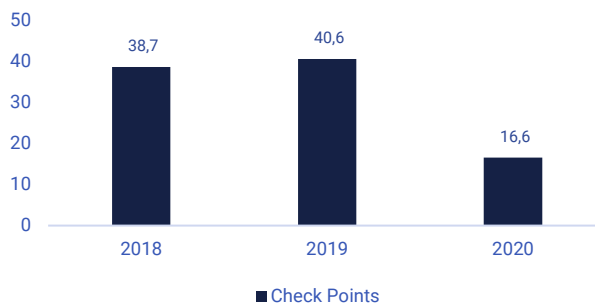
Som framgår i den högra grafen ovan var Support and Services det största rörelsesegmentet under 2020, räknat till nettoomsättning. Support and Services arbetat med långa avtal och segmentet var därmed också minst påverkat av Covid-19. Dock påverkades även Support and Services negativt, dels av färre nyinstallationer och dels av terminaler vid Sveriges flygplatser som stängts ned, vilket också renderade i en negativ tillväxt om 19,1 procent.

#### Support and Services: Nettoomsätt. (MSEK), 2018-2020



Källa: Bolagsinformation

#### Check Points: Nettoomsätt. (MSEK), 2018-2020



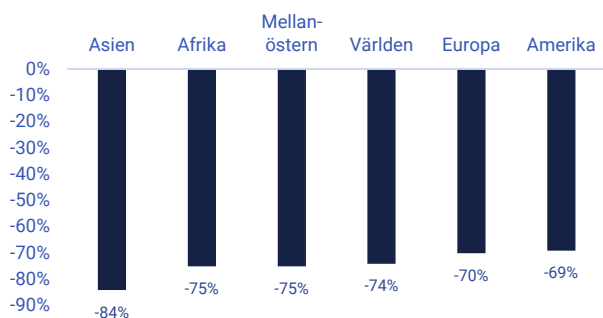
Källa: Bolagsinformation

Check Points nettoomsättning, som under de två föregående åren 2018-2019 har varit bolagets största affärssegment, föll tillbaka under 2020 med 59,1 procent.

Nettoomsättningen uppgick till 16,6 miljoner kronor jämfört med 40,6 miljoner kronor under 2019. Check Points var också det segment som drabbats hårdast av Covid-19 orsakat av ett kraftigt tapp i resandet och stängda flygplatsterminaler.

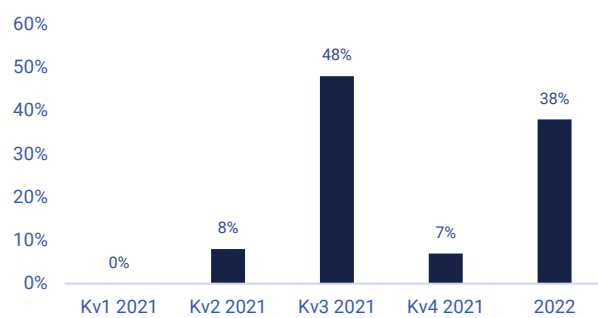
Nedan till vänster visar utveckling i antal ankomster på flygplatser som i detta sammanhang får representera "resande". Som framgår backade antalet ankomster under 2020 med 70 procent i Europa. Asien var hårdast drabbat med strängast restriktioner där antalet ankomster föll med 84 procent.

### Tydligt tapp för resandet globalt



Källa: World Tourism Organization (UNWTO)©. January 2021.

### Förväntad återhämtning i Europa



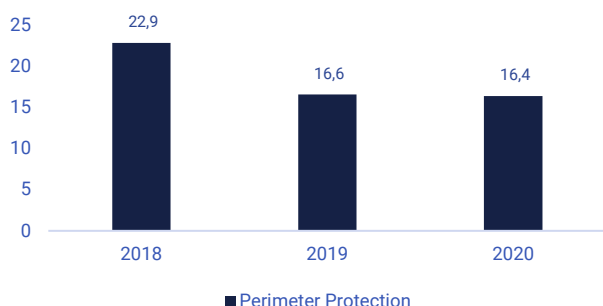
Källa: UNWTO conducted a global survey among its UNWTO Panel of Tourism Experts on the impact of COVID-19 on tourism and the expected time of recovery. January 2021.

Enligt en undersökning utförd i januari 2021 av The World Tourism Organization (UNWTO) förväntar sig 48 procent av de tillfrågade att en återhämtning av resandet i Europa kommer att ske under det andra kvartalet 2021. Se graf ovan till höger. 28 procent tror att återhämtningen kommer första under 2022. Vaccinationen av befolkningen är i gång men har i Europa inte gått i den takt som myndigheterna initialt räknade med. Det innebär givetvis att Check Points står inför fortsatta utmaningar under början av 2021.

### Perimeter Protection och Academy

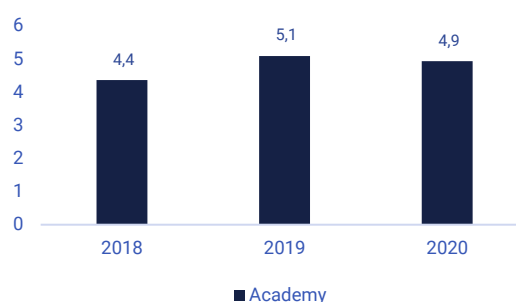
Även om nettoomsättningen under Perimeter Protection föll tillbaka med 1,1 procent under 2020 var detta det affärsområde som stod emot pandemin bäst. Som framgår i den vänstra grafen nedan hade Perimeter Protection en nettoomsättning under 2020 på 16,4 miljoner kronor.

### Perimeter Protection: Nettoomsätt. (MSEK), 2018-2020



Källa: Bolagsinformation

### Academy Nettoomsätt. (MSEK), 2018-2020



Källa: Bolagsinformation

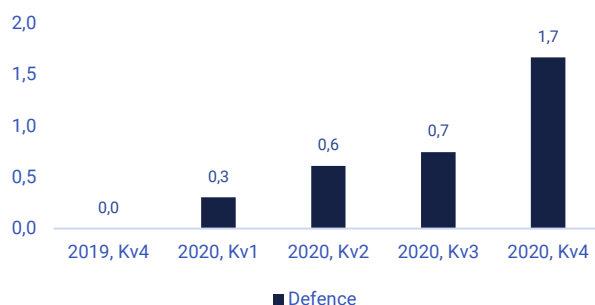
Academy, vars nettoomsättning backade med 3,1 procent, klarade sig också förhållandevis bra. Det är rimligtvis en effekt av att Perimeter Protection lyckades upprätthålla en godkänd nivå på sin försäljning. När marknaden väl har återgått till ett normalläge och de övriga rörelsesegmenten åter kan öka antalet nyinstallationer tror vi att också att Academy kan fortsätta att växa.

### Defence och försäljningsmix

Det senaste adderade rörelsesegmentet, Defence, genererade en total nettoomsättning under 2020 på 1,7 miljoner kronor. Defence utveckling har inte tagit den bana som bolaget initialt förväntat sig med flera vikta tillställningar ställts in. När marknadsförhållandena väl

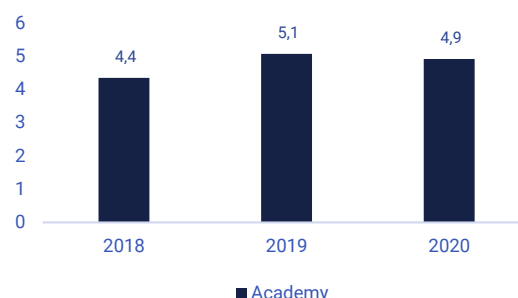
återgår till ett normalläge ser förutsättningarna klart bättre ut. En utökad produktportfölj bör också kunna underlätta tillväxten framledes.

### Defence: Nettoomsättning (MSEK), RTM



RTM = Rullande tolv månader. Källa: Bolagsinformation

### Check Points: Nettoomsätt., 2018-2020 (MSEK)

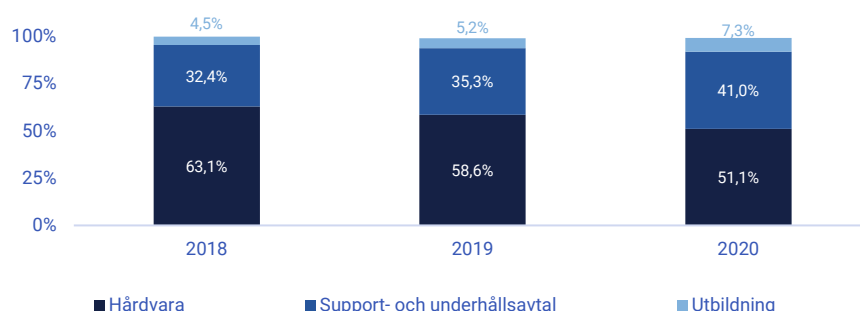


Källa: Bolagsinformation

### Förändrad försäljningsmix och ett positivt rörelseresultat

Nedan visas försäljningsmixen fördelat mellan hårdvara (Ceck Points, Perimeter Protection och Defence), Support and Services liksom Academy/utbildning. Som framgår föll andelen hårdvara under 2020.

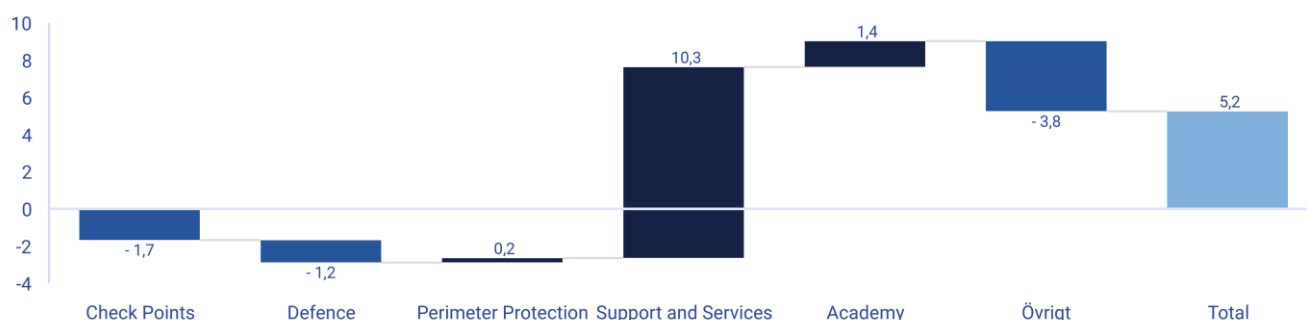
### Försäljningsmix, 2018-2020



Källa: Bolagsinformation

Med en förändrad försäljningsmix i kombination med effektivitets-/omsättningsåtgärden lyckades bolaget trots fallande nettoomsättning redovisa ett rörelseresultat på 5,2 miljoner kronor. Det motsvarar en rörelsemarginal om 7,4 procent. Det var i sin tur en bit under vår prognos som låg på 8,6 procent men ändå en förbättring jämfört med 2019 då rörelsemarginalen blev 4,3 procent.

### Rörelseresultat, 2020 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation

Övriga rörelseintäkter ökade till 2,6 miljoner kronor under 2020, från 0,2 miljoner kronor under 2019. Statliga stöd för bland annat permitteringar förklarar rimligtvis ökningen. Justerat för övriga rörelseintäkter backade dock EBIT-marginalen till 3,9 procent.

## Tecken på återhämtning i Check Points under fjärde kvartalet

Nettoomsättningen under det fjärde kvartalet 2020 kom in på 17,7 miljoner kronor och totala intäkter på 18,5 miljoner kronor. Det var tre respektive två procent bättre än våra prognoser. Rörelsekostnaderna blev 7 procent högre än väntat. Bolaget lyckades nå ett positivt resultat för kv4/2020, även om avvikelsen mot våra prognoser blev omkring minus 50 procent på EBIT och resultat efter finansnettonivå.

Sensec levererade något bättre intäkter än väntat i kv4/2020. Resultatet blev lägre än våra prognoser till följd av högre kostnader, men ändå positivt. Ledningen har lyckats hålla uppe verksamheten väl, trots ett ganska kärt affärsklimat givet Covid-19-pandemin.

### Utfall och prognos kv4, 2020 (MSEK)

	Kv4, 2020A	Kv4, 2020P	Differens
Nettoomsättning	17,7	17,3	3%
Övriga rörelseintäkter	0,7	0,8	-11%
<b>Totala intäkter</b>	<b>18,5</b>	<b>18,1</b>	<b>2%</b>
Handelsvaror	-8,0	-9,1	-12%
Övriga externa kostnader	-3,7	-2,4	49%
Personalkostnader	-5,0	-4,1	22%
Av- och nedskrivningar	-0,9	-0,7	28%
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-100%
<b>Totala rörelsekostnader</b>	<b>-17,6</b>	<b>-16,4</b>	<b>7%</b>
<b>EBIT</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>-47%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,8</b>	<b>2,4</b>	<b>-25%</b>
Ränteintäkter	0,0	0,0	n.m.
Räntekostnader och liknande poster	-0,1	-0,1	7%
Finansnetto	-0,1	-0,1	n.m.
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>-51%</b>
Skatt på periodens resultat	-0,3	-0,3	-14%
<b>Periodens resultat</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>-59%</b>
Vinst per aktie	0,00	0,01	-59%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

Det finns dock tecken på en viss återhämtning inom Check Points. Under det andra och tredje kvartalet 2020 backade rörelsesegmentets intäkter med 68 procent respektive 71 procent. Under det fjärde kvartalet blev tappet endast 43 procent. Möjligen är detta ett tecken på att flygplatserna börjar anpassa sig för en återhämtning.

## Nyheter under fjärde kvartalet 2020 och januari-februari 2021:

Ett förvärv och ett samarbetsavtal gav Sensec en stark plattform i Norge att bygga vidare på och integrera med den svenska verksamheten (främst Check Points). Dessutom är ambitionen att etablera samma affärsområden i Norge som i Sverige, dvs Perimeter Protection och Defence.

Förvärvet avsåg Bertel O Steen Airport Solutions (BOSAS) och innebar att Sensec inte bara etablerade sig på den norska marknaden. Detta då BOSAS lägger offerter till i stort sett samma typ av kunder i Norge som Sensec gör i Sverige, dvs offentliga myndigheter och organisationer med ett säkerhetsfokus (t.ex hamnar och kriminalvården). Med i köpet följde också BOSAS mjukvara för styrsystem för bagage (på flygplatser), BRAINS. Med denna produkt vann BOSAS en upphandling till Malmö Airport värd 2 miljoner kronor, vilket offentliggjordes den 12 februari 2021. Här bör finnas ytterligare möjligheter på den svenska marknaden framöver.

Ytterligare ett steg in på den norska marknaden var samarbetsavtalet med företaget Rapp Bomek inom säkerhetsdörrar under fjärde kvartalet 2020.

Vidare har den svenska kriminalvården förlängt sitt ramavtal med Sensec. Här levererar Sensec granskande utrustning till inpasseringarna till lokalerna med en mycket hög marknadsandel.

## Investment case

Sensec Holding AB är verksamma inom utvalda nischer på en växande säkerhetsmarknad. Bolaget har en etablerad position på den svenska marknaden med en god historisk tillväxt. I februari 2021 genomfördes förvärvet av norska Bertel O Steen Airport Solutions. Förvärv kan bidra med korsförsäljning och en stärkt totalposition, vilket kan ge högre marginaler. Vi räknar med en återhämtning under andra halvåret 2021 när marknadsförutsättningarna har återgått till ett normalläge. I ett basscenario beräknas ett motiverat värde per aktie om 0,80 kronor för de kommande 6-12 månaderna.

## Sensec levererar säkerhetslösningar av hög klass

Sensec erbjuder säkerhetslösningar med kringliggande tjänster (support och service) inom i huvudsak segmenten säkerhetskontroller och skalskydd. Bolaget är återförsäljare av hårdvara och är verksamma inom nischer av dessa marknadssegment. Bolaget är en ledande aktör inom flygplatssäkerhet i Sverige. Med ett minskat resande på grund av Covid-19 har flygplatserna reducerat sin kapacitet markant, vilket har missgynnat bolaget. Vi tror dock att Sensec kan återfå momentum när marknadsförhållandena återgår till ett normalläge.

## Växande säkerhetsmarknad och utökat produktsortiment

Sensec grundades 1982 och har sedan dess kunnat möta marknadens behov genom att anpassa sitt produktsortiment. I närtid har Sensec tagit fram flera nya produkter som ett markradarsystem, sensorer för mänskligt liv och rörelse- samt UVC-ljus. Flera produkter ökar Sensecs möjligheter att delta i större och samlade upphandlingar hos företags- och myndighetskunderna.

## Värdefulla ram- och serviceavtal med statliga företag och myndigheter

I dag har Sensec ramavtal kring säkerhetskontrollerna med Swedavia för på de svenska flygplatserna, samt med Kriminalvården, Rättspsykiatri och Domstolsverket. Vidare finns cirka 400 support- och serviceavtal för sålda produkter som löper i omgångar om 1-2 år och ger värdefulla återkommande intäkter till bolaget.

## Fler förvärv, en trigger

I februari 2021 meddelade bolaget att förvärvet av den norska sektorkollegan Bertel O Steen Airport Solutions hade genomförts. Vidare förvärv är en tillväxt drivare som också stärker bolagets position på de nordiska delmarknaderna. Givet större inköp från leverantörer kombinerat med en mer fördelaktig försäljningsmix, bedömer vi att bolagets rörelsemarginaler kan förbättras över tid.

Förvärv är numera en uttalad del av bolagets tillväxtstrategi för att etablera sig på nya marknader utanför Sverige. Fler förvärv av rätt karaktär till rätt prislapp kan bli triggers.

## Prognoser

Nedan visas utvecklingen för bolagets nettoomsättning och rörelseresultat under 2018-2020 samt Carlsquares prognoser för 2021-2025. I ett basscenario räknar vi med en genomsnittlig tillväxttakt på 15,1 procent under perioden 2020-2025. Över tid räknar vi med att rörelsemarginalen kan lyfta till 8,9 procent vid utgången av 2025.

### Nettoomsättning, 2018-2025 (MSEK)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### EBIT-resultat (MSEK) och EBIT-marginal (%)



Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Motiverat värde inom ett intervall och risker

Genom att kombinera en multipelvärdering med en kassaflödesvärdering beräknar vi ett motiverat värde per aktie i Bas-scenariot till 0,83 kronor för de kommande 6-12 månaderna (jämfört med tidigare 0,80 kronor). I Bull-scenariot beräknas ett värde per aktie om 1,13 kronor (tidigare 1,11 kronor) och i Bear-scenariot blir värdet 0,56 kronor (tidigare 0,52 kronor).

Vi beräknar Sensec-aktiens motiverade värde genom att kombinera en multipelvärdering med en kassaflödesvärdering

I ett basscenario beräknar vi ett motiverat värde per aktie om 0,83 kronor för de kommande 6-12 månaderna. Det genom att kombinera en DCF-värdering med en multipelvärdering baserat på referensgruppens medianvärde för EV/EBIT, NTM som är applicerad på prognoserat EBIT-resultat för Sensec år 2021. DCF-modellen genererar ett högre värde än multipelvärderingen. DCF-modellen fångar in tillväxtpotentialen över tid, vilket multipelvärderingen inte gör i samma utsträckning.

### Sammanställning värdering, basscenario

Metod	BEAR	BAS	BULL
DCF-modell	0,58	0,90	1,25
Multipelvärdering	0,54	0,76	1,01
<b>Motiverat värde, tre scenarion</b>	<b>0,56</b>	<b>0,83</b>	<b>1,13</b>
Potentiell upp-/nedsida mot senast betalda kurs (0,63 kr)	-7,3%	42,8%	98,8%
Implicit EV/Sales, 2021P	0,6x	0,8x	0,9x
Implicit EV/EBIT, 2021P	12,4x	13,0x	13,3x

Källa: Carlsquare prognoser

Nedan visas referensbolagens EV/Sales-multipel för prognostiserad försäljning nästkommande tolv månader (NTM) och EV/EBIT-multipel för prognostiserat EBIT-resultat, nästkommande tolv månader. Som framgår handlas gruppen till ett medianvärde för EV/Sales om 1,1x prognostiserad försäljning och EV/EBIT om 16,0x prognostiserat EBIT-resultat nästkommande tolv månader.

Vi har lagt in en storleksrabatt om 25 procent i avkastningsmultipeln för Sensec för att spegla att jämförelsen görs med bolag med ett väsentligt högre marknadsvärde.

### Multiplar, sektorkollegor jämfört med implicita multiplar Sensec

	HQ	Börs	Marknadsv. (MSEK)	EV/Sales, NTM	EV/EBIT, NTM
Allegion PLC	IE	US	80 975	3,9x	19,3x
Assa Abloy AB	SE	SE	228 556	2,7x	17,4x
Bravida Holding AB	SE	SE	21 873	1,0x	14,6x
Coor Service Management Holding AB	SE	SE	5 763	0,7x	19,2x
Dormakaba Holding AG	CH	CH	21 652	1,2x	9,6x
G4S PLC	GB	GB	44 184	0,8x	12,3x
Loomis AB	SE	SE	17 176	1,1x	10,0x
MSA Safety Inc	US	US	52 571	4,5x	23,8x
NAPCO Security Technologies Inc	US	US	4 806	4,6x	23,7x
Securitas AB	SE	SE	45 968	0,6x	11,9x
Sensys Gatso Group AB	SE	SE	1 247	NULL	NULL
Trox Group AB (publ)	SE	SE	14 886	7,3x	36,3x
Westminster Group PLC	GB	GB	141	0,8x	7,9x
<b>Median</b>			<b>21 652</b>	<b>1,1x</b>	<b>16,0x</b>
Genomsnitt			41 523	2,4x	17,2x
Max			228 556	7,3x	36,3x
Min			141	0,6x	7,9x
<b>Implicit från CSQ värdering, Sensec*</b>			<b>97</b>	<b>0,8x</b>	<b>13,0x</b>
Rabatt(-)/premium(+), referensgrupp			-100%	-31%	-19%

NTM = Nästkommande tolv månader. \*Sensec-multiplar avser prognoser för 2021. 25% storleksrabatt har använts för att översätta multipelvärdering till ett motiverat värde för Sensec. Källa: Thomson Reuters Eikon och Carlsquare prognoser

## Kassaflödesvärdering

I DCF-värderingen är den använda diskonteringsräntan 11,5 procent. Genom denna metod beräknar vi ett motiverat rörelsevärde (EV) för Sensec Holding om ca 131 miljoner kronor. Vi beräknar bolagets nettoskuld som faktisk nettokassa per 31 december 2020 om 13,1 miljoner kronor samt reducera med den fasta köpeskillingen om 30 miljoner NOK (=29,1 miljoner kronor) för Bertel O Steen Airport Solutions. Med ca 128 miljoner utestående aktier i Sensec beräknas ett motiverat aktievärde i vårt Bas-scenario till 0,90 kronor per aktie för de kommande 6-12 månaderna.

## DCF-värdering

DCF värdering		Disk.ränta prognosperiod		Antaganden	
Nuvärde kassaflöde (UFCF)	22	Risikfri ränta, prognostiserad period	0,5%	CAGR, 2019-2025	16,3%
Nuvärde, evighetsvärde (TV)	109	Marknadsriskpremie	7,7%	EBITDA-marginal, 2025	12,0%
<b>Rörelsevärde (EV)</b>	<b>131</b>	Småbolagspremie	4,6%	EBIT-marginal, 2025	9,1%
Nettoskuld	-16	Beta	1,2x	Skattesats	20,4%
<b>Totalt aktievärde</b>	<b>115</b>	Avkastningskrav, EK	15,2%	Bolagsspec. tillägg	0% av Re
				Disk.ränta TV	12,5%
Befintligt antal aktier	128,2	Skattejust. Kreditränta	4,5%		
Nya akter	0,0	Belåningsgrad	35,0%	<b>Implicita värderingsmultiplar:</b>	
Antalet aktier, full utspädning	128,2			EV/Sales, 2020	1,9x
		WACC	11,5%	EV/Sales 2021P	0,8x
Värde per aktie, före utspädning	0,90	Bolagsspec. Tillägg	0,0%	EV/EBIT 2020	50,2x
<b>Värde per aktie, full utspädning (basscenario)</b>	<b>0,90</b>	<b>Disk.ränta</b>	<b>11,5%</b>	EV/EBIT, 2021P	14,2x

Källa: Carlsquare prognoser.

## Implicita värderingsmultiplar, basscenario

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
EV/Sales	1,3x	1,9x	0,8x	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBITDA (adj.)	19,7x	23,9x	9,5x	6,3x	5,5x	5,0x	4,5x
EV/EBIT (adj.)	32,6x	50,2x	14,2x	8,3x	7,2x	6,6x	6,0x
P/S	1,2x	1,7x	0,7x	0,6x	0,5x	0,5x	0,5x
P/E	44,1x	29,3x	15,8x	9,5x	8,1x	7,3x	6,6x

Källa: Carlsquare prognoser



## Risker

### ***Beroende av ett fåtal kunder och leverantörer***

Det som är en av Sensecs styrkor, ramavtal med Swedavia och ett antal svenska "blåljus"-myndigheter samt leverantörsarbete med Smiths Detection och CEIA inom röntgen och metalldetektorer, utgör samtidigt en risk. Detta ställs på sin spets när ramavtalen med de svenska kunderna ska omförhandlas. Men även samarbetet med de ledande produktleverantörerna måste fungera väl. Risken är annars att dessa börjar sälja direkt på de svenska och norska marknaderna alternativt via en annan säkerhetsrådgivare.

### ***Konkurrensutsatt bransch***

Medan Sensec har en stark ställning inom sina nischer för Checkpoints i Sverige, är konkurrensen omfattande inom övrig omgivning kring dessa Check Points. Konkurrensen är än mer omfattande till affärsområdet Perimeter Protection med både svenska och utländska starka aktörer. Upphandlingarna kan också vara priskänsliga här, vilket gynnar större leverantörer på området.

### ***Personberoende***

Sensec har erfarna säkerhetsrådgivare som föreslår kunderna olika säkerhetslösningar. Detta är baserat på rådgivarnas kunskap om säkerhetsbranschen och hotbilder förvärvade från till exempel en polisiär eller militär bakgrund. Det är viktigt att Sensec kan behålla och rekrytera nya säkerhetsrådgivare för att bevara sin starka marknadsposition.

### ***Corona-pandemin har hämmat resande och konferenser***

Sensec tappade 25 procent av sina intäkter under helåret 2020 jämfört med helåret 2019. Det berodde bl.a. på uteblivna hårdvaruleveranser till inställda eller event som har arrangerats utan publik. På de svenska flygplatsernas säkerhetskontroller påverkas inte Sensecs intäkter negativt förrän hela terminaler (som på Arlanda) stängs ned. Detta då det är en funktion som Sensec ska leverera enligt avtal som inte är beroende av antalet resenärer som passerar säkerhetskontrollen.

### ***Förvärvsdriven tillväxt***

Sensec styrelse tog i mars 2020 ett beslut om att expandera bolaget genom en förvärvsdriven tillväxt riktad mot liknande bolag i övriga Norden. Att förvärva företag i allmänhet och tjänsteföretag i synnerhet är förenat med betydande utmaningar. Det gäller speciellt om det förvärvade företaget har byggts upp av en entreprenör som behöver övertygas om att stanna och verka i Sensec-koncernen under några år efter ett övertagande. Detta för att säkerställa att affärer och kunder inte tappas.

### ***Beroende av en stark finansiell ställning***

I säkerhetsbranschen är det en fördel att ha en stark finansiell ställning. Det gäller i synnerhet vid offentliga upphandlingar, liksom för de leverantörer som Sensec hämtar sina produkter. Kravet på en stark finansiell ställning förstärks ytterligare till följd av Sensecs ambitiösa förvärvsplaner.

## Räkenskaper och nyckeltal

### Nyckeltal (MSEK)

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P
<b>Per aktie</b>							
Vinst per aktie	0,10	0,02	0,03	0,06	0,09	0,11	0,12
Utdelning per aktie	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bokvärde per aktie (BVPS)	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6	0,7
Materiellt bokvärde per aktie (TBVPS)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
<b>Värdering (nuvarande)</b>							
P/E	6,3x	31,4x	20,8x	11,2x	6,8x	5,8x	5,2x
P/B	2,4x	2,3x	2,0x	1,7x	1,4x	1,1x	0,9x
EV/Sales	0,9x	1,0x	1,4x	0,6x	0,5x	0,4x	0,4x
EV/EBITDA	5,9x	14,3x	12,1x	7,0x	4,7x	4,1x	3,7x
EV/EBIT	6,4x	23,2x	18,7x	10,4x	6,2x	5,4x	4,9x
<b>Övrigt</b>							
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
FCF-yield	-3,1%	15,8%	12,2%	-28,2%	14,5%	19,2%	22,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

### Resultaträkning, kvartalsbasis (MSEK)

	Kv1 2019	Kv2 2019	Kv3 2019	Kv4 2019	Kv1 2020	Kv2 2020	Kv3 2020	Kv4 2020	Kv1 2021	Kv2 2021	Kv3 2021	Kv4 2021
Nettoomsättning	21,7	28,9	23,3	23,7	20,1	15,0	15,1	17,7	25,0	33,3	36,9	62,4
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	1,0	0,8	0,7	0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>21,7</b>	<b>28,9</b>	<b>23,3</b>	<b>23,8</b>	<b>20,1</b>	<b>16,1</b>	<b>15,9</b>	<b>18,5</b>	<b>25,2</b>	<b>33,3</b>	<b>36,9</b>	<b>62,4</b>
Handelsvaror	-11,3	-20,6	-13,0	-12,5	-9,4	-6,8	-8,5	-8,0	-13,6	-20,8	-22,3	-36,3
Övriga externa kostnader	-3,4	-3,8	-2,4	-3,5	-2,8	-1,9	-2,1	-3,7	-3,8	-4,5	-4,7	-9,3
Personalkostnader	-4,7	-5,3	-4,4	-6,0	-5,8	-4,6	-3,7	-5,0	-6,1	-6,1	-6,9	-9,3
Av- och nedskrivningar	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala rörelsekostnader	-20,0	-30,4	-20,5	-22,7	-18,7	-14,1	-15,0	-17,6	-24,6	-32,6	-35,1	-56,1
<b>EBIT</b>	<b>1,7</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>	<b>0,7</b>	<b>1,8</b>	<b>6,3</b>
<b>EBITDA</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,8</b>	<b>3,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>3,0</b>	<b>7,5</b>
Ränteintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Finansnetto	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
<b>EBT</b>	<b>1,5</b>	<b>-1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,0</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>1,7</b>	<b>6,2</b>
Skatt på periodens resultat	-0,3	0,4	-0,6	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-1,3
<b>Periodens resultat</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>2,1</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>1,5</b>	<b>4,9</b>

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Resultaträkning (MSEK)**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Nettoomsättning	106,3	97,6	67,9	157,6	198,3	218,6	231,3	241,2
Övriga rörelseintäkter	7,3	0,2	2,6	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>113,6</b>	<b>97,8</b>	<b>70,5</b>	<b>157,8</b>	<b>198,3</b>	<b>218,6</b>	<b>231,3</b>	<b>241,2</b>
Handelsvaror	-56,6	-57,4	-32,8	-92,9	-114,2	-123,2	-128,5	-132,2
Övriga externa kostnader	-16,5	-13,0	-10,5	-22,3	-26,0	-27,6	-29,1	-30,4
Personalkostnader	-23,9	-20,4	-19,1	-28,5	-37,2	-43,9	-47,2	-49,7
Av- och nedskrivningar	-1,1	-2,6	-2,9	-4,6	-5,2	-5,8	-6,5	-7,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala rörelsekostnader	-98,2	-93,5	-65,3	-148,4	-182,5	-200,5	-211,3	-219,3
<b>EBIT</b>	<b>15,4</b>	<b>4,2</b>	<b>5,2</b>	<b>9,4</b>	<b>15,8</b>	<b>18,2</b>	<b>20,0</b>	<b>21,9</b>
<b>EBITDA</b>	<b>16,5</b>	<b>6,8</b>	<b>8,1</b>	<b>14,1</b>	<b>21,0</b>	<b>24,0</b>	<b>26,5</b>	<b>28,9</b>
Ränteintäkter	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Räntekostnader och liknande poster	-0,9	-0,9	-0,1	-0,4	-0,8	-0,7	-0,5	-0,5
Finansnetto	-0,8	-0,9	-0,1	-0,4	-0,8	-0,7	-0,5	-0,5
<b>Resultat efter finansnetto</b>	<b>14,5</b>	<b>3,4</b>	<b>5,1</b>	<b>9,0</b>	<b>15,0</b>	<b>17,5</b>	<b>19,5</b>	<b>21,5</b>
Skatt på periodens resultat	-1,6	-0,7	-1,2	-1,7	-2,8	-3,3	-3,7	-4,1
<b>Periodens resultat</b>	<b>12,9</b>	<b>2,6</b>	<b>3,9</b>	<b>7,3</b>	<b>12,2</b>	<b>14,2</b>	<b>15,8</b>	<b>17,4</b>
<b>Vinst per aktie</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Genomsnitt, antal aktier	122,7	128,2	128,2	128,2	128,2	128,2	128,2	128,2
Vinst per aktie	0,10	0,02	0,03	0,06	0,09	0,11	0,12	0,14
<b>Tillväxt</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Nettoomsättning	17%	-8,2%	-30,4%	132,0%	25,8%	10,3%	5,8%	4,3%
Totala intäkter	24%	-13,9%	-27,8%	123,7%	25,7%	10,3%	5,8%	4,3%
EBIT	1083%	n.m.	24,1%	80,0%	67,1%	15,2%	10,2%	9,6%
EBITDA	337%	n.m.	18,6%	73,1%	49,0%	14,4%	10,4%	9,2%
EBT	1173%	n.m.	53,0%	76,1%	65,7%	16,5%	11,9%	9,9%
Periodens resultat	n.m.	n.m.	50,6%	85,4%	66,3%	16,5%	11,8%	9,8%
<b>Marginaler</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021P</b>	<b>2022P</b>	<b>2023P</b>	<b>2024P</b>	<b>2025P</b>
Bruttomarginal	50,2%	41,3%	53,6%	41,1%	42,4%	43,7%	44,4%	45,2%
EBITDA-marginal	14,5%	7,0%	11,5%	8,9%	10,6%	11,0%	11,4%	12,0%
EBIT-marginal	13,5%	4,3%	7,4%	6,0%	7,9%	8,3%	8,6%	9,1%
EBT-marginal	12,8%	3,4%	7,3%	5,7%	7,6%	8,0%	8,4%	8,9%
Vinstmarginal	11,4%	2,7%	5,6%	4,6%	6,1%	6,5%	6,8%	7,2%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

**Balansräkning (MSEK)**

	2 018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>TILLGÅNGAR</b>								
<b>Anläggningstillgångar</b>								
Immateriella anläggningstillgångar	13	13	13	33	33	33	33	33
Materiella anläggningstillgångar	2	10	8	11	12	12	12	11
Övriga anläggningstillgångar	0	0	1	1	1	1	1	1
<b>Summa, Anläggningstillgångar</b>	<b>14</b>	<b>22</b>	<b>21</b>	<b>45</b>	<b>45</b>	<b>46</b>	<b>45</b>	<b>44</b>
<b>Omsättningstillgångar</b>								
Inventarier	14	12	13	48	53	56	59	60
Kundfordringar	26	20	16	28	32	35	37	38
Övriga kortfristiga fordringar och omsättningstillgångar	7	4	3	32	34	35	36	37
Likvida medel	3	5	13	5	8	10	26	43
<b>Summa, Omsättningstillgångar</b>	<b>50</b>	<b>41</b>	<b>45</b>	<b>114</b>	<b>127</b>	<b>137</b>	<b>157</b>	<b>179</b>
<b>Summa tillgångar</b>	<b>65</b>	<b>63</b>	<b>67</b>	<b>158</b>	<b>172</b>	<b>182</b>	<b>202</b>	<b>223</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Summa, Eget kapital	34	36	40	47	59	73	89	106
<b>Långfristiga skulder</b>								
Checkräkningskredit	9	0	0	8	18	8	8	8
Leasingskuld	0	7	6	8	8	8	8	8
Skulder till kreditinstitut	0	0	0	13	13	13	13	13
<b>Summa, Långfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>6</b>	<b>29</b>	<b>39</b>	<b>29</b>	<b>29</b>	<b>29</b>
<b>Kortfristiga skulder</b>								
Skulder till kreditinstitut	0	0	0	0	0	0	0	0
Leasingskulder	0	2	2	3	3	3	3	3
Förskott från kunder	0	1	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	10	5	6	25	29	31	33	34
Aktuella skatteskulder	1	1	0	0	0	0	0	0
Övriga skulder	5	3	13	37	43	46	49	51
Köpeskilling	6	7	0	16	0	0	0	0
<b>Summa, Kortfristiga skulder</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>82</b>	<b>74</b>	<b>80</b>	<b>84</b>	<b>88</b>
<b>Summa, skulder</b>	<b>31</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>111</b>	<b>113</b>	<b>109</b>	<b>113</b>	<b>117</b>
<b>Summa eget kapital och skulder</b>	<b>65</b>	<b>63</b>	<b>67</b>	<b>158</b>	<b>172</b>	<b>182</b>	<b>202</b>	<b>223</b>
<b>Likviditet</b>								
Balanslikviditet	2,3	2,1	2,2	1,4	1,7	1,7	1,9	2,0
Kassalikviditet	0,2	0,3	0,6	0,1	0,1	0,1	0,3	0,5
<b>Soliditet</b>								
Nettoskuld (-)/nettokassa(+)	-5,9	5,3	13,1	-15,6	-23,4	-10,6	4,6	22,2
Nettoskuld/EBITDA	35,5%	n.m.	n.m.	110,6%	111,6%	44,2%	n.m.	n.m.
Nettoskuld/EK	17,4%	n.m.	n.m.	32,9%	39,6%	14,5%	n.m.	n.m.
Skuld/EK	90,3%	71,8%	65,9%	234,2%	191,7%	149,0%	127,7%	110,4%
Soliditet	52,2%	57,8%	59,9%	29,8%	34,2%	40,1%	43,8%	47,4%
<b>Lönsamhetsmått</b>								
Avkastning på totalt kapital	20,0%	4,2%	5,9%	4,5%	6,8%	7,7%	7,7%	7,7%
Avkastning på eget kapital	47,3%	7,5%	10,3%	16,5%	22,1%	21,2%	19,4%	17,7%
Avkastning på investerat kapital	24,2%	7,1%	9,7%	9,4%	10,0%	10,7%	11,3%	12,0%

Källa: Bolagsinformation Carlsquare prognoser

**Kassaflöde 2018-2025P**

	2018	2019	2020	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<b>KF, DEN LÖPANDE VERKSAMHETEN</b>								
Rörelseresultat	15	4	5	9	16	18	20	22
Justeringar	0	1	2	2	1	2	2	2
KF, löpande verksamh. före delta rör.kap.	8	5	6	12	17	20	22	24
Delta rörelsekapital	-8	5	5	-12	-2	-1	-1	0
<b>KF, löpande verksamh. efter delta rör.kap.inkl. delta rör.kap.</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>24</b>
<b>KF, INVESTERINGSVERKSAMHETEN</b>								
Förvärv / avyttring av dotterföretag och koncernföretag	-2	1	0	-20	0	0	0	0
Investeringar i materiella tillgångar	-1	0	0	-3	-3	-3	-3	-3
Försälning av anläggningstillg.	0	2	0	0	0	0	0	0
<b>KF, investeringsverksamheten</b>	<b>-3</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>-23</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>KF, FINANSIERINGSVERKSAMHETEN</b>								
Nyemissioner	0	0	0	0	0	0	0	0
Nyupptagna lån	0	0	0	13	0	0	0	0
Återbetalning av lån	0	0	0	0	0	0	0	0
Utestående köpeskilling	0	0	0	-3	-17	0	0	0
Delta checkräkningskredit	3	-9	0	8	10	-10	0	0
Amortering av leasingkulld	0	-2	-1	-3	-3	-3	-3	-3
KF, finansieringsverksamheten	<b>3</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>16</b>	<b>-9</b>	<b>-13</b>	<b>-3</b>	<b>-3</b>
<b>Periodens kassaflöde(, inkl. valutadiff.)</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>-8</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>15</b>	<b>18</b>
Likvida medel vid periodens början	3	3	5	13	5	8	10	26
<b>Likvida medel vid periodens slut</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>5</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>26</b>	<b>43</b>
<b>Nyckeltal</b>								
Kassaflöde, löp.verk/nettoomsätt.	0,3%	10,3%	15,2%	n.m.	7,4%	8,6%	9,2%	9,8%
Kassaflöde, löp.verk/tillgångar	0,5%	16,0%	15,5%	n.m.	8,5%	10,3%	10,5%	10,7%

Källa: Bolagsinformation och Carlsquare prognoser

## Friskrivning

Carlsquare AB, [www.carlsquare.se](http://www.carlsquare.se), nedan benämnt Carlsquare, bedriver verksamhet avseende Corporate Finance samt Equity Research och publicerar därvid bl.a. information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal Carlsquare för analystäckning. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare kan eller kan inte ha ett ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare värdesätter säkerställandet av objektivitet och oberoende, och har för detta upprättat rutiner för hantering av intressekonflikter.

Analytikerna Bertil Nilsson och Lars Johansen Öh äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.