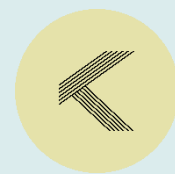


NOTE



Rapportkommentar Q3'23

2023-10-19

NOTE är en kontraktstillverkare av elektronikbaserade produkter. Bolagets kunder återfinns inom en flertalet branscher såsom medicinteknik, verkstad, försvar och konsumentelektronik. Bolaget är främst verksamt i Norden, Baltikum, Asien och Europa.

Tillväxten bromsar in

Försäljningen ökade med 11 % till 1034 (930) MSEK i kvartalet. Renat för förvärv och valutaeffekter uppgick den organiska försäljningstillväxten till 3 %, att jämföra med 18 % i Q3'22 och 7 % i Q2'23.

Jämförelsekvartalet Q3'22 påverkades positivt av komponentbristen, och justerat för extraordinär försäljning uppgick den organiska tillväxten till 8 %. Till följd av konjunkturläget har NOTE sett minskad aktivitet från vissa av sina kunder, men det har till stor del kompenseras av ökad aktivitet från andra. Orderläget är fortfarande starkt, och VD Lind-Widenstam bedömer att tillväxttakten kommer öka under 2024.

Försämrade underliggande marginal

EBIT-marginalen uppgick till 9,1 % i kvartalet, att jämföra med 6,1 % (9,4 % justerat för befarad kundförlust) i Q3'22 och 9,8 % i Q2'23. Den försämrade marginalen var främst hänförlig till varierande efterfrågan hos bolagets kunder. Vissa har skalat ner produktion samtidigt som andra skalat upp, vilket påverkade effektiviteten i fabrikena negativt, och i förläggningen även marginalen. VD är dock positiv inför framtiden och ser potential till marginalförbättring framöver.

Framtidsutsikter

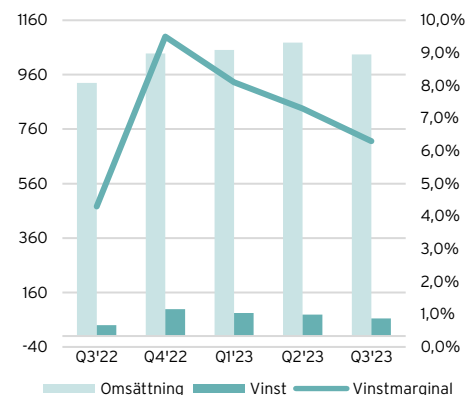
NOTE går upp emot tuffa jämförelsetal, eftersom bolaget växte kraftigt under 2021 och 2022. Trots ett något svagare kvartal andas VD optimism, och bolaget står fast vid sina finansiella mål. I takt med att aktiekursen gått ner samtidigt som omsättning och vinst ökat så har värderingen i bolaget sjunkit. Aktien kan mycket väl fortsätta att gå ner på kort sikt, men vi tror att dessa nivåer kan vara ett attraktivt ingångsläge för den långsiktige investeraren. I vårt huvudscenario ser vi en potentiell uppsida i aktien på 32,7% för 2025E.

(MSEK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
Omsättning	2 643	3 687	4 310	4 852	5 160
Tillväxt y-o-y	1,2%	39,5%	16,9%	12,6%	6,3%
OPEX	2 393	3 343	3 875	4 357	4 630
Tillväxt y-o-y	12,5%	39,7%	15,9%	12,4%	6,3%
EBIT	251	345	435	495	530
EBIT-marginal	9,5%	9,3%	10,1%	10,2%	10,3%
Tillväxt y-o-y	16,8%	37,6%	26,2%	13,8%	7,1%
EV/EBIT	18,7	13,6	10,8	9,5	8,8
Vinst	194	254	320	363	395
Vinst-marginal	7,3%	6,9%	7,4%	7,5%	7,7%
Tillväxt y-o-y	-16,8%	31,0%	25,9%	13,4%	23,4%
P/E	21,5	16,4	13,0	11,5	10,6

Fakta

VD	Johannes Lind-Widenstam
Lista	Mid Cap Stockholm
Ticker	NOTE
Aktiekurs (SEK)	142,5
Antal aktier (M)	23,98
Börsvärde (MDSEK)	4,2
Nettoskuld (MSEK)	521
EV (MSEK)	4,7
Insiderägande	26,3%

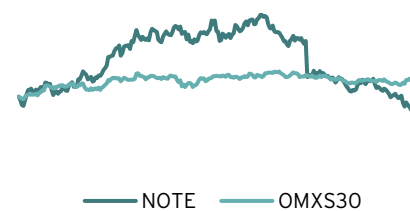
Kvartalsutveckling



Analytiker

Jakob Fritz
jakob.fritz@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



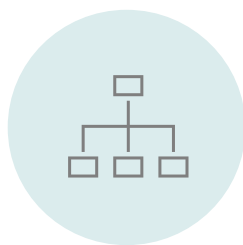
Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
NOTE	-12,6	-20,0	-10,3

Key Insights



Kvalitetsbolag

Vi anser att NOTE är ett kvalitetsbolag. Bolaget har en lång historik av omsättnings- och vinsttillväxt, och de senaste åren har den organiska omsättningstillväxten legat på drygt 20 %.



Diversifierad kundbas

Till skillnad från vissa av sina konkurrenter har NOTE en diversifierad kundbas och ett lågt enskild kundberoende. Det innebär att bolaget inte är lika utsatt för om enskilda kunder eller sektorer går dåligt.



Lägre värdering

NOTE är lägre värderat än på länge, och handlas i dagsläget till P/E 13,0 på R12. Lyfter vi blicken handlas bolaget till P/E 10,6 och EV/EBIT 8,8 på våra estimat för 2025E.

"För 2024 bedömer vi att tillväxttakten kommer öka. Vi ser framför oss ett fortsatt ökat rörelseresultat och en förstärkning av vår rörelsemarginal."

- Johannes Lind-Widestam, VD

Investeringscase

- Lång historik av omsättnings- och vinsttillväxt
- Diversifierad kundbas
- Långa kundrelationer
- Stark balansräkning
- Kunder i snabbväxande branscher, växer tillsammans med kunderna
- Tillväxt drivs av megatrender såsom homesourcing och outsourcing
- Högt insiderägande, nyliga insynsköp
- Fin ägarlista
- Förvärv som krydda

Kort om bolaget

NOTE är en svensk kontraktstillverkare som erbjuder kunderna helhetslösningar inom produktionsprocessen. Bolagets verksamhet omfattar design, utveckling, tillverkning och leverans av kretskort, elektroniska komponenter och kompletta produkter. NOTE har i dagsläget 10 olika fabriker i Sverige, Finland, Kina och Estland. Bolagets värdeerbjudande kan beskrivas enligt nedan.



Design & utveckling

Bolaget är delaktigt i utvecklingsfasen av produkten och erbjuder design- och utvecklingstjänster för att omvandla koncept till konkreta produktdesigner. Bolaget hjälper även kunden med inköp av komponenter för produkten.



Nya produkter

NOTE har en särskild affärsprocess för kunder som står i begrepp att lansera en ny produkt på marknaden. Bolaget bidrar med erfarenheter och kunskap inom materialval, inköp, test, produktion, kvalitet och logistik.



Tillverkning/montering

Bolaget tillverkar och monterar produkterna, vilket inkluderar bestyckning av kretskort med komponenter, montering av mekaniska delar osv.



Produktvård/eftermarknad

Bolaget erbjuder även kunderna produktvård, reparation och underhåll av produkterna.

Bolaget delar in sin verksamhet i 4 olika affärsområden.

Industrial

Erbjudande Innefattar tillverkning av produkter inom områden som automatisering, kontroll, infrastruktur, energi och byggteknik. Segmentet är bolagets största och står för 50,6 % av totala intäkter på rullande 12 månader.



Greentech

Erbjudande Innefattar tillverkning av produkter som bidrar till ökad hållbarhet, exempelvis energibesparande belysning, energilagringssystem och laddstationer för elbilar. Segmentet stod för 15 % av totala intäkter på rullande 12 månader.



Medtech

Erbjudande Segmentet är inriktat på tillverkning av nya produkter inom medicinteknik, exempelvis vitala övervakningssystem, operationsinstrument eller elektronik för olika typer av röntgensystem. Segmentet stod för 17,2 % av bolagets omsättning på rullande 12 månader.



Communication

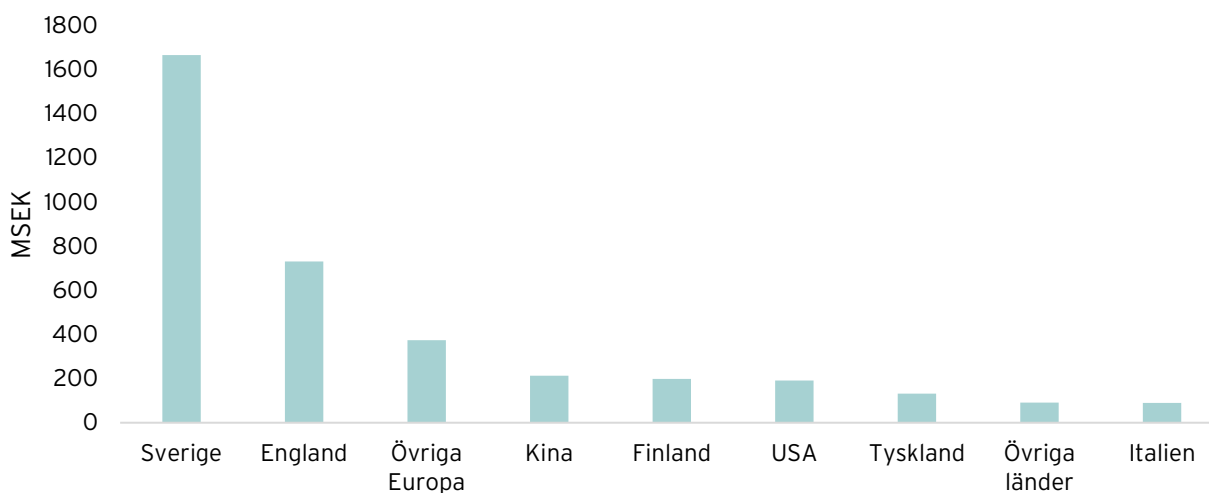
Erbjudande Innefattar tillverkning av uppkopplade produkter som interagerar med varandra, exempelvis IoT-enheter, nätverksprodukter eller produkter för smarta hem. Segmentet stod för 16,8 % av intäkterna på rullande 12 månader.



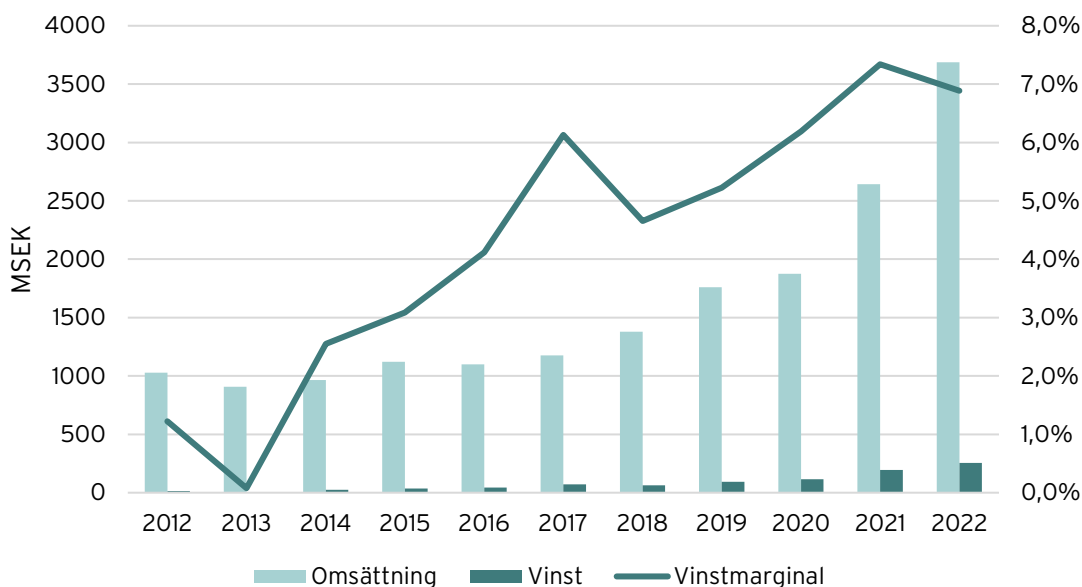
Bolaget har en diversifierad kundbas, vilket innebär att beroendet av enskilda kunder är lågt. I Q3'23 utgjorde ingen enskild kund mer än cirka 6 % (6%) av den totala försäljningen, och de 15 största kunderna omsättningsmässigt utgjorde drygt 48 % (49%) av bolagets totala omsättning. Ett högt kundberoende kan slå väldigt hårt, något vi exempelvis sett hos branschkollegan Incap.

Europa och mer specifikt Sverige är bolagets största marknad. Nedan listas marknaderna i storleksordning från ÅR'22. Enligt oss har bolaget en relativt god geografisk spridning. Sverige utgör majoriteten av omsättningen, men det är viktigt att komma ihåg att många av NOTEs svenska kunder i sin tur har utländska kunder, vilket drar ner beroendet av Sverige som helhet.

Intäcksfördelning marknader



Baserat på bolagets långa finansiella historik med omsättnings- och vinsttillväxt, anser vi att NOTE är ett riktigt kvalitetsbolag. De senaste åren har bolaget uppvisat en stark organisk tillväxt på drygt 20 % per år kombinerat med stigande marginaler.



CAGR omsättning

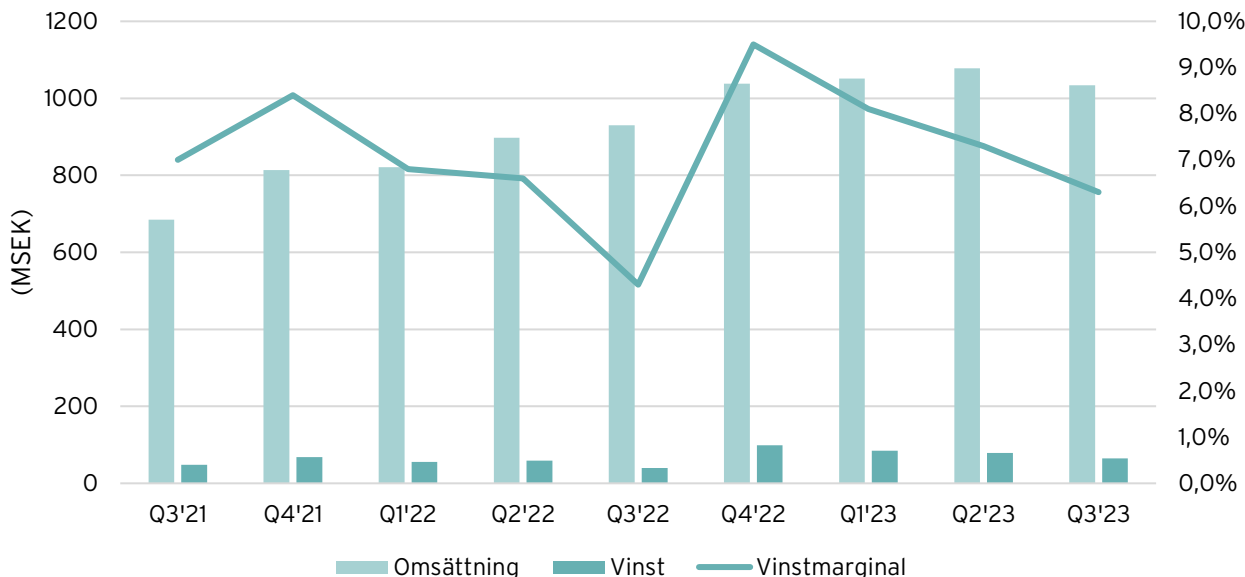
5 år: 25,7 %

10 år: 13,6 %

15 år: 5,1 %

Q3'23

Försäljningen i Q3'23 uppgick till 1 034 (930) MSEK, vilket motsvarar en ökning om 11 % y-o-y. EBIT uppgick till 94 MSEK (57), vilket motsvarar en ökning om 63 % y-o-y, med en EBIT-marginal om cirka 9,1 % (6,2%). Resultatet efter skatt ökade med 63 % till 65 MSEK (40), med en vinstmarginal om 6,3 % (4,3%).



Försäljning

Försäljningen ökade med 11 % till 1034 (930) MSEK y-o-y i kvartalet. Rensat för förvärv och valutaeffekter uppgick den organiska försäljningstillväxten till 3 %, att jämföra med 18 % i Q3'22 och 7 % i Q2'23.

Enligt VD var inbromsningen i försäljningstillväxten främst hänförligt till att komponentbristen förbättrats, och jämförelsekvartalet Q3'22 påverkades positivt av bristen på komponenter. Kunder beställde extra för att säkerställa leveranser, och NOTE vidarefakturerade extraordinära kostnader på material vilket ökade försäljningen. Justerat för att drygt 5% av försäljningen i Q3'22 utgjordes av vidarefakturering av extraordinära kostnadsökningar på elektronikkomponenter kopplade till bristsituationen på marknaden, uppgick den underliggande organiska tillväxten till 8 % i kvartalet.

Under Q3'23 har bolaget observerat att vissa kunder valt att justera sina lagernivåer och därmed minska sina beställningar. Det har dock kompenseras av NOTEs breda kundportfölj, där en del kunder har uppvisat kraftig tillväxt. Trots det tuffa konjunkturläget uppger VD Lind-Widenstam att NOTE ser en hög efterfrågan, och att orderläget framöver är starkt. Bolagets totala orderstock är ner cirka 5 % y-o-y exklusive de två senaste förvärven, vilket VD menar främst är hänförligt till en mer normaliserad komponenttillgänglighet, snarare än en lägre tillväxt framöver.

Bolaget upprepar sin guidning om en omsättning på 4,3 MDSEK för helåret 2023, vilket motsvarar en tillväxt om minst 11 % för Q4'23. För 2024 bedömer bolaget att tillväxttakten kommer accelerera, och bolaget förväntar sig en stark tvåsiffrig tillväxt, vilket vi ser som ett styrketecken.

Lönsamhet och marginal

EBIT för Q3'23 uppgick till 94 (57) MSEK, vilket motsvarar en ökning med 63 % och en EBIT-marginal på 9,1 % (6,2%). Vid en första anblick ser det alltså ut som EBIT-marginalen stärktes, men det är viktigt att notera att jämförelsekvartalet påverkades negativt av en avsättning för en potentiell kundförlust om 30 Mkr, vilken senare delvis återfördes. Justerat för detta var resultatet i Q3'22 87 MSEK med en rörelsemarginal på 9,4 %.

Försämringen av den underliggande EBIT-marginalen jämfört med Q3'22 kan tillskrivas en varierande efterfrågan hos NOTEs kunder. Vissa kunder har minskat sina volymer, medan andra kunder har velat öka. Detta har gjort det svårare att planera produktionen, vilket lett till mindre effektivt kapacitetsutnyttjande och i förlängningen en något försämrad marginal. VD Lind-Widenstam påpekar att bolaget ska uppnå en högre EBIT-marginal än de gjorde i kvartalet, och på rullande 12 månader ligger EBIT-marginalen nu på 9,9 %, vilket är i linje med bolagets målsättning för 2025.

Kassaflöde och lageruppbyggnad

De senaste åren har NOTEs kassaflöde tyngts av ökad kapitalbindning i lager på grund av komponentbristen i spåret av pandemin. Komponentbristen tvingade NOTE att hålla ett större lager än vanligt för att kunna tillgodose kundernas beställningar och undvika flaskhalsar i produktionen. Effekten kvarstår fortfarande till viss del, men med har förbättrats under 2023. Bolagets operativa kassaflöde efter investeringar uppgick till 34 MSEK i kvartalet, och 135 MSEK YTD.

Förvärv

NOTEs finansiella målsättning är att omsätta 5 MDSEK 2025, med en EBIT-marginal på 10 %. Det ska delvis uppnås genom organisk försäljningstillväxt, men även genom strategiska förvärv.

Bolaget har historiskt genomfört flertalet strategiska förvärv, ofta till en lägre multipel än de själva värderats till vilket lett till multipelarbiterage.

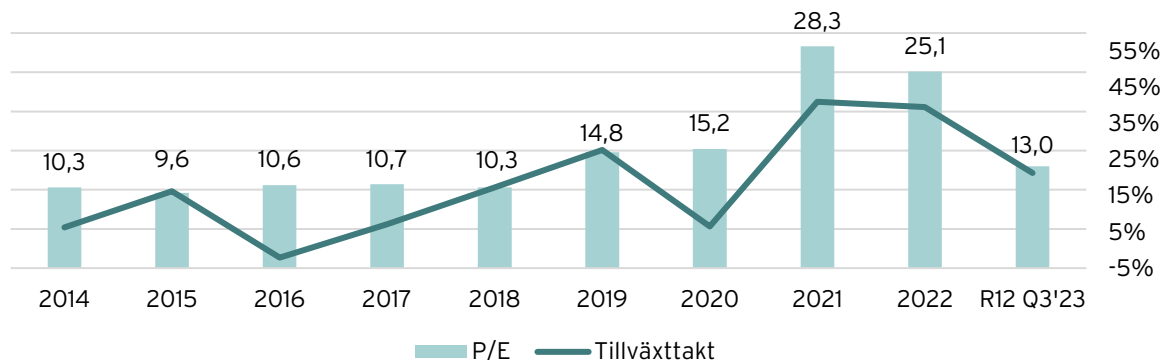
Bolag	År	Omsättning (MSEK)	Pris (MSEK)	EV/EBIT
Speedboard (Storbritannien)	2018	155	124	5,6
iPro (Storbritannien)	2021	320	109	4,5
Dynamic Precision Solutions (Sverige)	2022	140	70	5,3
ATM Electronics (Bulgarien)	2023	40	36	11,3
DVR (Storbritannien)	2023	165	124	7,5
Snitt		164	93	6,8

Vid utgången av Q3'23 hade NOTE en kassa inklusive outnyttjade checkkrediter på 250 MSEK, varav kassan uppgick till 176 MSEK. Bolaget har en nettoskuld på 521 MSEK vilket ger en nettoskuld/EBITDA på drygt 0,96. Sammantaget är vår bedömning att bolagets balansräkning är stark, och att NOTE kan fortsätta genomföra förvärv om möjligheten uppstår. Vi räknar därför med att bolaget kommer nå omsättningsmålet för 2025, eftersom de har utrymme att komplettera med förvärv om den organiska tillväxten inte är tillräcklig.

Outlook och värdering

NOTE befinner sig i ett intressant läge. Aktien har kommit ner kraftigt sedan toppnoteringen tidigare i år, samtidigt som bolaget tuffar på operationellt och har fortsatt öka omsättningen och vinsten. Det har lett till att värderingen sjunkit kraftigt, och bolaget handlas nu till 13 gånger vinsten på bakåtblickande siffror för rullande 12 månader. Bolaget handlas nu betydligt lägre än snittet de senaste fem åren, och lite över snittet om vi tittar längre bak än så. En viktig orsak till detta är att tillväxttakten saktat in.

Historiskt P/E tal och tillväxttakt



Källa: Börndata

På grund av den globala ekonomiska osäkerheten och det förhöjda ränteläget har sektorns värderingar minskat över lag, vilket även påverkat NOTE.

Bolag	EV (MSEK)	P/E	P/E 2024E	EV/EBIT	ROIC (snitt 5 år)	EBIT-marg (snitt 5 år)	Omsättningstillväxt (årlig tillväxt 5 år)	Nettoskuld/EBITDA
AQ Group	7 676	12,6	-	11,5	12,5%	7,6%	12,2%	0,7
Apocomp	332	15,8	7,0	11,2	10,7%	7,2%	6,0%	0,7
Cicor	2 247	23,1	-	10,4	4,8%	4,8%	7,4%	1,2
Hanza	3 313	14,4	10,3	12,0	6,5%	4,3%	17,0%	1,4
Incap	2 073	5,9	-	4,2	29,8%	14,3%	36,4%	0,0
Inission	1 551	6,7	11,0	8,3	9,4%	4,9%	23,8%	1,9
Kitron	8 501	13,2	11,5	12,0	15,8%	7,3%	25,4%	1,9
Lacroix	3 128	8,9	-	12,0	5,8%	3,5%	11,4%	3,4
NOTE	4 899	12,7	11,5	11,1	20,6%	8,9%	25,0%	1,0
OEM	9 698	15,6	-	12,5	30,3%	14,0%	10,3%	0,2
Scanfil	6 756	10,7	10,3	10,1	14,8%	6,2%	9,9%	1,1
Median	4 106	12,7	10,7	11,2	12,5%	7,2%	12,2%	1,1
Medel	4 793	12,7	10,3	10,5	14,6%	7,5%	16,8%	1,2

Källa: Börndata, Quart

På bakåtblickande siffror värderas NOTE högre än flera av sina konkurrenter, men givet att bolaget har längre finansiell historik, högre marginaler, samt starkare historisk omsättnings- och vinsttillväxt än många av sina konkurrenter anser vi att en liten premievärdering är motiverad.

Estimat

Key stats			
Antal aktier	28 984 000	Börsvärde (MSEK)	4 167,9
Aktiekurs (SEK)	143,7	Nettoskuld (MSEK)	521,0
		Enterprise value (MSEK)	4 688,9

(MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Försäljning	2 643	3 687	4 310	4 852	5 160
% y-o-y	1,2%	39,5%	16,9%	12,6%	6,3%
Rörelsekostnader	2 393	3 343	3 875	4 357	4 630
% y-o-y	12,5%	39,7%	15,9%	12,4%	6,3%
EBIT	251	345	435	495	530
EBIT-marginal	9,5%	9,3%	10,1%	10,2%	10,3%
% y-o-y	16,8%	37,6%	26,2%	13,8%	7,1%
EV/EBIT	18,7	13,6	10,8	9,5	8,8
Vinst	194	254	320	363	395
Vinstmarginal	7,3%	6,9%	7,4%	7,5%	7,7%
% y-o-y	-16,8%	31,0%	25,9%	13,4%	23,4%
P/E	21,5	16,4	13,0	11,5	10,6

För att värdera NOTE estimerar vi bolagets resultaträkning fram till 2025, och applicerar sedan en vinstmultipl vi anser är rimlig. Vi har valt att värdera bolaget till 14x vinsten, vilket vi anser är en motiverad multipl givet bolagets starka finansiella historik och framtida tillväxtpotentialer.

Vi känner oss trygga med att bolaget kommer att nå sitt mål om en omsättning på 4,3 MDSEK för 2023E, och 5 MDSEK för 2025E, samt en EBIT-marginal om 10 %.

	Värdering			
	Multipl	Vinst 2025E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2025E	14	395,0	5530,0	190,8
Säkerhetsmarginal (30%)	14	276,5	3871,0	133,6

Nedan kan vi se potentiell avkastning för 2025E om bolaget utvecklas i linje med våra estimat och vi applicerar en säkerhetsmarginal på 30 %.

Potentiell avkastning						
Huvudscenario				Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2025	1,33	32,7%	9,9%	0,93	-7,1%	-2,4%

Nedan följer en känslighetsanalys där det går att följa vad som händer med den potentiella avkastningen beroende på vilken vinsmultipel som appliceras.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2025E				Säkerhetsmarginal (30%)		
VINSTx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
12	4 740,0	163,5	13,7%	3 318,0	114,5	-20,4%
13	5 135,0	177,2	23,2%	3 594,5	124,0	-13,8%
14	5 530,0	190,8	32,7%	3 871,0	133,6	-7,1%
15	5 925,0	204,4	42,2%	4 147,5	143,1	-0,5%
16	6 320,0	218,1	51,6%	4 424,0	152,6	6,1%
17	6 715,0	231,7	61,1%	4 700,5	162,2	12,8%

Utvecklas bolaget enligt våra estimat ser vi en potentiell uppsida i aktien för 2025E på 32,7 %. Med en applicerad säkerhetsmarginal om 30 % innebär det en liten nedsida.

Sammanfattningsvis anser vi att NOTE är relativt rimligt värderad i dagsläget. Vi anser inte att det finns någon anledning att skynda sig in i aktien, men för den långsiktige investeraren tror vi att nuvarande nivåer kan vara ett bra ingångsläge.

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Analytikern Jakob Fritz äger aktier i det analyserade bolaget
Analysen är oberoende, och inte gjord i samarbete med bolaget på något sätt