

**ANALYTIKER**

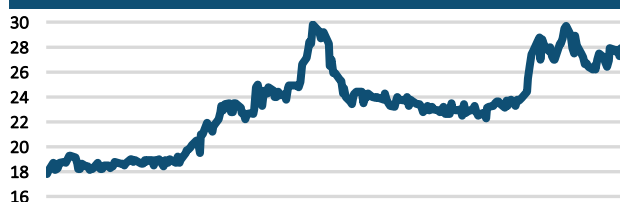
William Wiksell	Äger ej aktier i bolaget
Klas Danielsson	Äger ej aktier i bolaget

**Novotek AB**

Aktiekurs	27,9
52 v högsta / lägsta	29,8/17,8
Antal aktier	10 600 000
Börsvärde (MSEK)	295,7
Nettoskuld (MSEK)	-62
EV (MSEK)	233,7
Sektor	Informationsteknik
Lista / kortnamn	Small Cap Stockholm/NTEK B
Nästa rapport	2018-02-15

**UTVECKLING**

1 månad	1,5 %
3 månader	24,0 %
1 år	54,1 %
YTD	50,0 %

**AKTIEKURS 1 år (SEK)**

**HUVUDÄGARE %**

Arvid Svensson Invest AB	24,9
Novoplan AB	10,9
Noveko Syd AB	7,0
Försäkringsbolaget, Avanza Pension	6,7
Handelsbanken Fonder AB	5,3
Larsson, Bernt	2,7

**LEDNING**

Verkställande direktör	Tobias Antius
Styrelseordförande	Göran Andersson

**FINANCIAL FORECAST**

MSEK (Base-case)	2015A	2016A	2017E	2018E
Omsättning	218,7	212,1	228,2	268,0
EBITDA	20,3	22,9	23,0	30,8
EBITDA-marginal %	9,3 %	10,8 %	10,1 %	11,5 %
EBITDA-tillväxt %	9,3 %	12,8 %	0,5 %	33,8 %
FCF-Marginal %	5,2 %	8,3 %	8,2 %	8,7 %

**Förvärv av Kerrco Automation expanderar verksamheten geografiskt.** Under Q3 2017 slutförde Novotek förvärvet av Kerrco Automation. Kerrco är verksamma i Storbritannien och Irland, vilket efter förvärvet blir Novoteks fjärde största marknad. Kerrco beräknas öka Novoteks omsättning med 4,8 % till 2017E och 14,4 % till 2018E, med en EBITDA-marginal om 10,5 %. Förvärvet görs till ett EV om 19,1 MSEK och väntas skapa stordriftsfördelar i organisationsleden hos Kerrco, främst genom integration av koncerngemensamma underleverantörer. Detta väntas ge effekter i form av en ökad bruttomarginal.

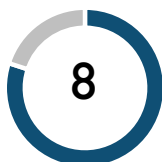
**Satsning på cybersäkerhet öppnar upp för nya tillväxtmöjligheter.** Novotek har tillkännagivit en ny satsning på lösningar inom cybersäkerhet. Marknaden för cybersäkerhet förväntas växa med en CAGR om 11 % och vara värd 183 mdUSD 2020. En lyckad penetration av marknaden kan därav utgöra en potentiell tillväxt drivare för bolaget.

**FCF-marginal om 8,7 % väntas möjliggöra en ökad utdelning 2019.** Låga investeringsbehov i produktutveckling ledde under 2016 till en FCF-marginal om 8,3 %, vilket möjliggjorde en utdelning om 1,25 kr per aktie under 2017. Under 2018E förväntas FCF-marginalen uppgå till 8,7 % vilket möjliggör en ökning av utdelningen till 1,4 kr per aktie 2019, baserat på en historisk pay-out-ratio samt bolagets policy om att dela ut minst 50 % av nettovinsten.

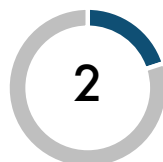
**Potentiell uppsida om 12,5 % 2018E i ett base-case.** I ett base-case förväntas omsättningen under 2018 växa med 17,4 %, till följd av full effekt av förvärvet samt en organisk tillväxt på 3 %. EBITDA-marginalen förväntas samtidigt öka till 11,5 % på grund av kostnadseffektiviseringar, samt stordriftsfördelar vid integration av Kerrco. Detta innebär ett EBITDA om 30,8 MSEK 2018E, samt en beräknad nettokassa om 54 MSEK. Utifrån en EV/EBITDA värdering med en targetmultipel om 9x ges därmed ett estimerat pris om 34,3 kr per aktie. Detta innebär en potentiell uppsida om 12,5 % mot dagens kurs för 2018E.



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning &amp; styrelse

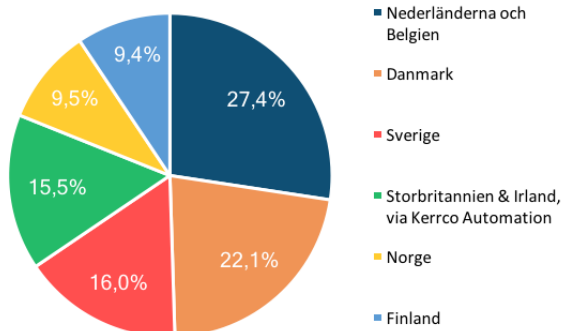


Risknivå

Novotek AB erbjuder IT- och automatiseringslösningar för industriell produktion. Lösningarna består dels av konsultation men till största del av att tillsammans med sina partners erbjuda färdiga produkter ämnade att ge kunden möjlighet att designa, styra och optimera sina produktionsprocesser. Produkterna omfattar både mjuk- och hårdvara.

**Förvärvet av Kerrco Automation ger ny geografisk exponering.** Under Q3 2017 slutfördes förvärvet av Kerrco Automation, ett bolag med liknande produktutbud och kunder som Novotek. Kerrco är verksamma i Storbritannien och Irland vilket blir Novoteks fjärde största marknad. Förvärvet genomfördes till ett EV på 19,1 MSEK. Med en EBITDA om 4,3 MSEK och marginal på 10,5 % gjordes förvärvet till EV/EBITDA 4,4x. Värderingen innebär ett multipelarbiterage kontra Novoteks värdering om EV/EBITDA 9,5x. Dock är arbitragemöjligheterna begränsade till följd av en positiv kursutveckling om 19 %, sedan förvärvet tillkännagavs. Vidare förväntas Novoteks köp skapa stordriftsfördelar i Kerrcos organisationsled. Bolaget har initierat en process om att integrera koncerngemensamma underleverantörer in i Kerrcos verksamhet, vilket väntas höja bruttomarginalen.

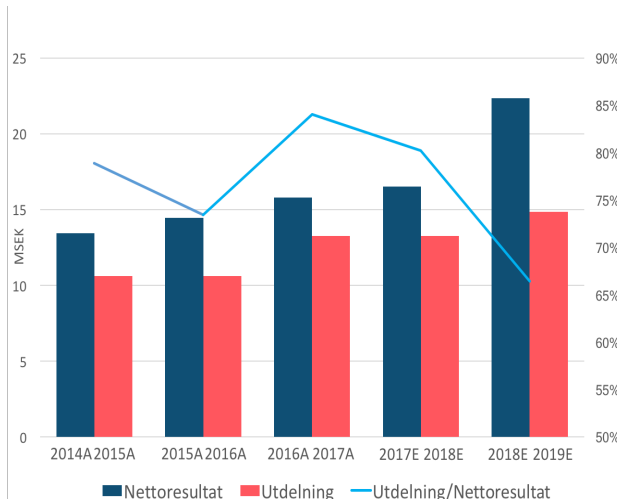
Geografisk spridning 2016A



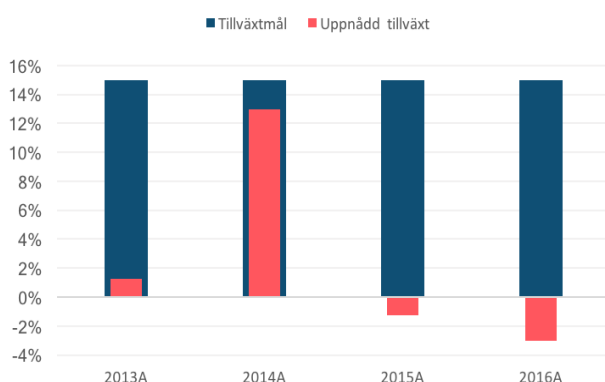
MSEK 2016A	EBITDA	EBITDA-marginal	EV/EBITDA
Kerrco Automation	4,3	10,5 %	4,7x
Novotek	22,7	10,6 %	9,5x

**Satsning inom cybersäkerhet öppnar för nya tillväxt- och marknadsmöjligheter.** Novotek tillkännagav under 2016 intentioner att expandera sitt produkt erbjudande med lösningar inom cybersäkerhet. Satsningen grundar sig i att bolaget sett en stor efterfrågan av segmentet från befintliga och potentiella kunder. Bolaget har sedan dess tagit in produkter från samarbetspartners. Enligt en rapport gjord av marknadsundersökningsbolaget Markets and Markets, prognostiseras marknaden för cybersäkerhet vara värd 183 miljarder US dollar år 2020, vilket motsvarar en CAGR om 11 % under perioden 2016-2020. En lyckad marknadspenetration kan agera som en potentiell tillväxt-drivare för Novotek. Dock presenteras för tillfället ingen konkret strategi från ledningens sida, eller information om befintlig försäljning inom området. Möjligheterna inom cybersäkerhet kan därmed enbart ses som en option vid en eventuell investering.

**FCF-marginal om 8,7 % väntas finansiera en höjd utdelning 2019E.** Novotek delade under 2017 ut 1,25 kr per aktie. Under 2018 förväntas utdelningen ligga kvar på samma nivå, detta på grund av förvärvets påverkan på bolagets kassaflöden. Till 2019 beräknas Novotek kunna höja utdelningen till 1,4 kr per aktie, baserat på bolagets policy om att dela ut minst 50 % av nettoresultatet. Dock bedöms payout-ration ligga något lägre på grund av Novoteks minskade kassa, hänförlig till förvärvet av Kerrco. Utdelningen finansieras genom en FCF-marginal om 8,7 % 2018E, driven av låga investeringsbehov då företaget inte själva utvecklar varorna de säljer.



**Historiskt låg tillväxt på en växande marknad tyder på dåligt management.** Novotek har historiskt organisk tillväxt som understigit marknadstillväxten inom automatisering- och processlösningar för industri. Den globala marknaden för industriell automatisering har enligt IHS, ett brittiskt marknadsundersökningsbolag, vuxit med 7 % årligen under 2012-2016, vilket kan ställas i jämförelse med Novoteks årliga tillväxt om 3 % under samma period. Detta i kombination med en historia av att missa finansiella mål, att uppnå en tillväxt om 15 % årligen över en konjunkturscykel, tyder på brist på kompetent management. Detta innebär att Novotek kan förväntas fortsätta växa organiskt långsammare än marknaden. En potentiell trigger skulle vara om styrelsen väljer att genomföra ett ledningsbyte, dock finns inga indikationer på i dagsläget.



### Scenarioanalys

I följande stycken presenteras tre olika scenarion enligt base-, bull- och bear-case, där base-case anses vara det mest troliga utfallet. Multiplar som används är omsättning, EBITDA, EBITDA-marginal och EV/EBITDA. Dessa jämförs sedan mot peers för att få ut en implicit upp-/nedsida.

**I ett base-case finns en potentiell uppsida om 12,5 %.** I ett base-case beräknas Novoteks omsättning på 2017E öka med 7,6 % till följd av förvärvet, som står för 4,8 % av tillväxten, utöver en organisk tillväxt i linje med de första två kvartalen under 2017 om 3 %. Integrationskostnader förväntas samtidigt sänka EBITDA-marginalen till 10,1 %.

Till 2018E prognostiseras effekterna av förvärvet ge full inverkan, samtidigt som Novotek fortsätter växa 3 % organiskt, vilket är något lägre än den estimerade marknadsstillväxten om 7 %. Resultatet av detta är en omsättningstillväxt om 17,4 % totalt. EBITDA-marginalen förväntas öka till 11,5 % i och med en lyckad integration och effektiviseringar i personalkostnader samt stordriftsfördelar på kostnadssidan för Kerrco.

I ett base-case genererar Novotek ett EBITDA om 30,8 MSEK 2018E. Utifrån en EV/EBITDA värdering med en targetmultipl på 9x ger detta ett estimerat pris per aktie om 31,4 kr. Detta ger en potentiell uppsida på 12,5 % jämfört med dagens aktiekurs.

Base-case MSEK	2016A	2017E	2018E
Omsättning	212,1	228,3	268,0
EBITDA	22,9	23,0	30,8
EBITDA-marginal %	10,8 %	10,1 %	11,5 %
EV/EBITDA	10,2x	10,87x	7,8x

**I ett bull-case finns en potentiell uppsida om 58,0 %.** I ett bull case förväntas omsättningstillväxten under 2018E nå de prognoser om organisk tillväxt på 5 % som ledningen presenterat. Samtidigt uppgår den förvärvade tillväxten till 14,7 %, vilket innebär att den totala tillväxten uppgår till 19,7 %. Integrationen av Kerrco Automation förväntas ge liknande synergieffekter som i base-case, men med en snabbare inverkan, framförallt gällande och externa kostnader. Personaleffektiviseringarna förväntas gå bättre än tidigare. Detta beräknas för 2018E innebära en EBITDA på 37,6 MSEK med en EBITDA-marginal om 13,8 %.

Utifrån en EV/EBITDA-värdering med en targetmultipl om 11x, vilket innebär en premie om 10 % mot peers på grund av något högre EBITDA-tillväxt än snittet, ger detta ett estimerat pris om 44,1 kr per aktie. Detta ger en uppsida om 58,0 % mot dagens aktiekurs.

Bull-case MSEK	2016A	2017E	2018E
Omsättning	212,1	228,3	273,3
EBITDA	22,9	27,6	37,6
EBITDA-marginal %	10,8 %	12,1 %	13,8 %
EV/EBITDA	10,2x	9,0x	6,4x

**I ett bear-case finns en potentiell nedsida om 29,7 %.** I bear-case förväntas Novotek öka sin omsättning till följd av förvärvet, såväl under 2017E som 2018E. Den organiska tillväxten beräknas dock sjunka till -3 % samtidigt som förvärvet bidrar med 13,6 % tillväxt i omsättningen på 2018E. Novotek förväntas misslyckas med effektivisering av arbetskraft samtidigt som stordriftsfördelarna i Kerrco Automation inte ger effekt. Detta beräknas ge en EBITDA-marginal om 8,0 % 2018E och i sin tur generera ett EBITDA om 19,9 MSEK.

Utifrån en multipelvärdning av EV/EBITDA med en targetmultipl om 8x, vilket innebär en 20 % rabatt mot peers medelvärde, ges ett estimerat pris per aktie om 19,6 kr. Detta ger en potentiell nedsida om 29,7 %.

Bear-case MSEK	2016A	2017E	2018E
Omsättning	212,1	228,3	252,4
EBITDA	22,9	22,0	20,3
EBITDA-marginal %	10,8 %	9,6 %	8,0 %
EV/EBITDA	10,2x	11,4x	13,7x

### Peers

Novotek har ett antal jämförbara bolag som opererar inom IT och automation, men med andra fokusområden än just industri. För att kunna göra en rimlig relativvärdering mellan peers och Novotek har dessa valts med fokus på liknande bolagsstorlek och lönsamhet.

Bolag (2018E)	EV/EBITDA	EBITDA-marginal	EBITDA-tillväxt
Proact IT	8,6x	6,9 %	42,5 %
Avega Group	8,6x	9,2 %	-2,3 %
B3iT	10,2x	8,5 %	48,0 %
Alcadon	13,9x	11,5 %	14,7 %
Allgon	10,0x	10,0 %	115,4 %
Medel	<b>10,3x</b>	<b>8,7 %</b>	<b>42,5 %</b>

## Bolagsbeskrivning

Novotek AB erbjuder IT- och automatiseringslösningar för industriella anläggningar. Lösningarna består dels av konsultation men till största del av att tillsammans med sina partners erbjuda färdiga produkter ämnade att ge kunden möjlighet att designa, styra och optimera sina produktionsprocesser. Produkterna omfattar både mjuk- och hårdvara.

# NOVOTEK



## Strengths

- Kassaflöden med en fcf-marginal om 8,3 %.
- Bred geografisk marknadsspridning.
- Bred kundbas med över 2000 kunder minskar beroendet av enskilda kunder.

## Weaknesses

- Historiskt låg organisk tillväxt.
- Historiskt underpresterande tillväxt vilket tyder på dåligt management.
- Beroende av underleverantörers konkurrenskraft inom respektive produktområde.

## Opportunities

- Hög marknadstillväxt inom nya produktområdet cybersäkerhet.
- Den underliggande marknaden växer fortfarande, vilket innebär möjligheter att öka den organiska tillväxten.

## Threats

- Låga inträdesbarriärer på grund av låga investeringskrav.
- Hög konkurrens inom samtliga områden med flertalet större aktörer.

## Bedömning av bolaget



Värde drivare

Värde drivare ses främst som förvärvet av Kerrco, en satsning mot cybersäkerhet samt utdelningen som väntas kunna höjas under 2019. Bolaget förväntas även fortsätta förbättra marginalerna i verksamheten genom personaleffektiviseringar och stordriftsfördelar i Kerrcos verksamhet.



Quality of Earnings

Omsättningstillväxten har varit låg och tillfälligt negativt i bolaget, dock har Novotek lyckats med marginalförbättringar vilket lett till stadig EBITDA-tillväxt. Bolaget hade en FCF-marginal om 8,3 % 2016A vilket möjliggjort en utdelning om 1,25 kr per aktie.



Ledning & styrelse

Bolagets ledning har varit aktiva länge inom Novotek men saknar erfarenhet från liknande situationer i andra bolag. Ledningen har även en historia om att inte uppnå de finansiella målen, samt att bolaget har vuxit mindre än den underliggande marknaden.



Riskenivå

Bolaget är beroende av dess partners produkter och skulle kunna förlora en stor del av omsättningen vid en förlust av partneravtal, dock beskriver VD risken för detta som liten.

**Ansvarsbegränsning**

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analys eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analys, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

**Intressekonflikter och opartiskhet**

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

**Övrigt**

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

**Upphovsrätt**

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2017).