

Note: Underskattat tillväxtbygge?

Kontraktstillverkaren fortsätter att utvecklas starkt och tog nyligen en stororder på 100 Mkr. Möjligen kan viruskrisen gynna Note då allt fler bolag väljer att anlita kontraktstillverkare med bas i Norden.

NOTE Analys Idag 11:09



Kontraktstillverkaren Note har åtta anläggningar i fem länder. På bilden syns tillverkningsenheten i Stonehouse, England.

Note

Börskurs: 53,00 kr

Antal aktier: 28,4 m

Börsvärde: 1 504 Mkr

Nettoskuld: 132 Mkr

VD: Johannes Lind-Widestam

Ordförande: Johan Hagberg

Det syns inga virussyntom på kontraktstillverkaren Note (**53 kr**). Koncernen är en av Europas ledande kontraktstillverkare för elektronikbaserade produkter. Note tillverkar kretskort, delmontage och kompletta produkter – vanligen benämnt ”*box build*” på branschspråk.

Kunderna är bolag inom en rad branscher. Allt från medicinteknik, verkstad till försvar, kommunikation och avancerad konsumentelektronik. Note har åtta produktionsanläggningar i fem länder och knappt 1 100 anställda.

Affärsvärldens huvudscenario

	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	1 760	1 989	2 128	2 256
– Tillväxt	+27,7%	+13,0%	+7,0%	+6,0%
Rörelseresultat	124	143	156	169
– Rörelsemarginal	7,0%	7,2%	7,4%	7,5%
Resultat efter skatt	92	104	116	127
Vinst per aktie	3,19	3,70	4,10	4,50
Utdelning per aktie	0,00	1,20	1,40	1,60
Direktavkastning	0,0%	2,3%	2,6%	3,0%

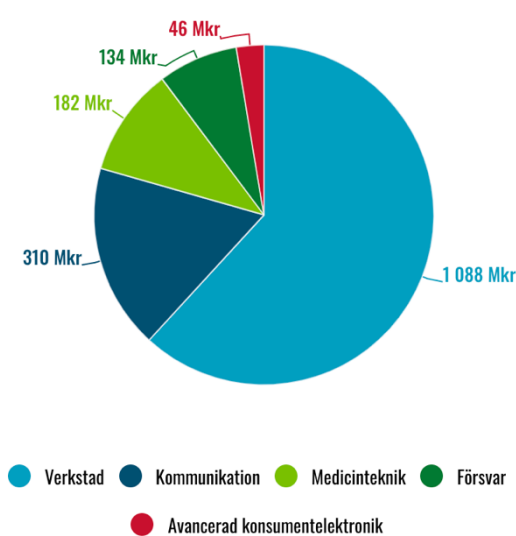
Avkastning på eget kapital	22%	20%	19%	18%
Operativt kapital/omsättning	26%	26%	27%	27%
Nettoskuld/EBIT	1,1	0,6	0,2	-0,1
P/E	16,6	14,3	12,9	11,8
EV/EBIT	13,2	11,4	10,5	9,7
EV/Sales	0,9	0,8	0,8	0,7

Note har uppvisat en stark operativ utveckling de senaste åren. I höstas satte vi ett köpråd på Note. Aktien stod då i drygt 30 kronor och handlas för närvarande kring all time high-nivåer.

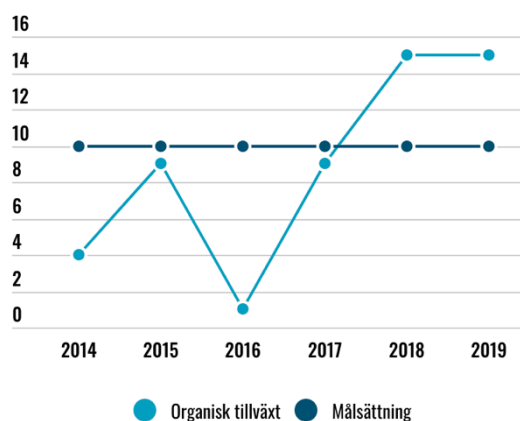
Ifjol växte Note 15 procent organiskt. Imponerande. Detta är väl över målet om att växa minst 10 procent per år.

Note marknader och tillväxt

Andel av omsättning (2019)



Organisk tillväxt (%) 2016-2019



Bakgrunden till Notes framgång de senaste åren beror på tre faktorer, uppger VD Johannes Lind-Widestam i samtal med Affärsvärlden.

- Det finns en underliggande trend kring att alltmer tillverkning flyttas tillbaka till Europa från Kina. Detta gynnar många nordiska och europeiska kontraktstillverkare.
- En annan sak som Lind-Widestam lyfter fram är att Note har en hög leveranssäkerhet. Bolaget har mycket material på lager och kan således tillhandahålla en hög operativ förmåga.
- Den tredje saken som Note lyfter fram är att de är lätta att göra affärer med. Notes VD har en nära och kontinuerlig kontakt med bolagets stora kunder.

En inte obetydlig faktor verkar också vara att kunderna hellre gör affärer med en kontraktstillverkningspartner som är lönsam. Kontraktstillverkaren har då möjlighet att kunna investera i nya produktionsapparater och teknik vilket också gynnar kunderna.

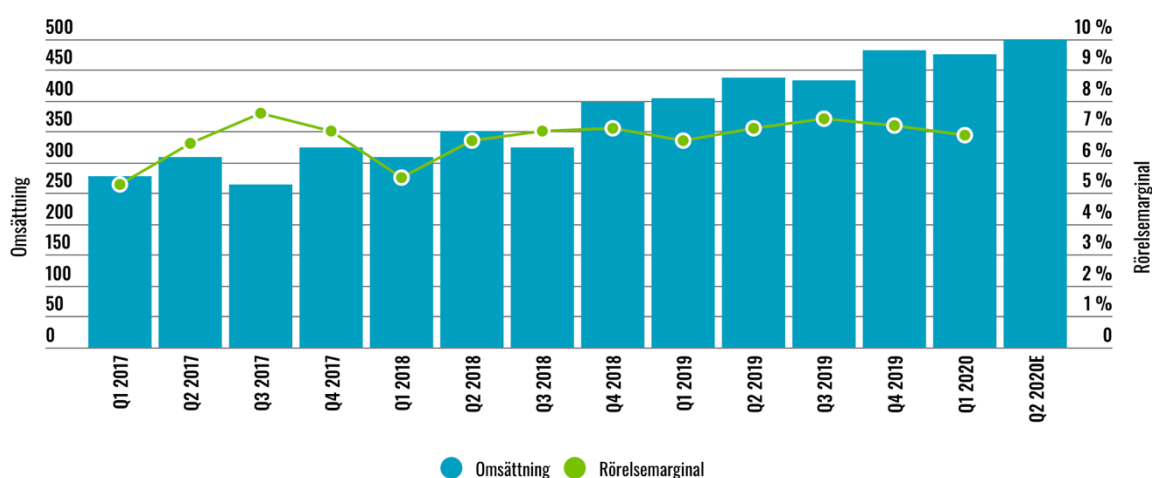
Note har generellt en bred kundbas. Bolagets 15 största kunder stod för 45 procent av omsättningen ifjol. Ingen enskild kund utgjorde mer än 6 procent av koncernens intäkter.

Största kundsegmentet är verkstad och industrikunder. Detta är kunder som vanligtvis påverkas av hur den allmänna konjunkturen utvecklas. Kanske blir det tuffare här framöver. Medicinteknikområdet växte över 50 procent 2019 och utgjorde cirka 10 procent av intäkterna. Just medicinteknikbolag brukar vanligtvis inte påverkas särskilt mycket av konjunktursvängningar. Däremot har många av dessa bolag drabbas nu i virustider då mycket av sjukvårdens resurser allokeras till coronapatienter.

Marknaden för kontraktstillverkning växer med omkring 4-5 procent årligen enligt branschbedömare. Bland annat drivet av ökat elektronikinnehåll och trender som exempelvis IoT (Internet of Things).

Omsättning och rörelsemarginal

Klicka i grafiken för att visa siffror i detalj.



Note	Q1 2020	Q1 2019
Omsättning	475 Mkr	405 Mkr
Tillväxt	17%	31%
Varav organisk tillväxt	17%	16%
Bruttomarginal	12,1%	12,1%
Rörelseresultat	33 Mkr	27 Mkr
Rörelsemarginal	6,9%	6,7%
Vinst per aktie	0,80 kr	0,73 kr

Inledningen på 2020 var starkt trots viruskrisen. Försäljningen steg med 17 procent jämfört med första kvartalet 2019. Bruttomarginalen var oförändrad. Dessutom stärktes rörelsemarginalen något mot fjolåret.

Bolagets fabrik i Kina är vanligtvis stängd i samband med det kinesiska nyåret. I första kvartalet var fabriken stängd en ytterligare vecka. Den förlängda stängningen av den kinesiska fabriken och övriga störningar i materialförsörjningen medförde ett försäljningsbortfall på cirka 20 Mkr i Q1. Justerat för detta var den underliggande tillväxten således cirka 20 procent i första kvartalet.

I slutet på mars tvingades Note stänga ned fabriken i Windsor i England. Detta väntas leda till ett produktionsbortfall på ungefär 20 Mkr i andra kvartalet. I mitten på maj öppnades fabriken i Windsor igen. Den står för ungefär 10 procent av Notes totala försäljning. Kapacitetsutnyttjades väntas successivt öka framöver.

I samband med öppningen av fabriken i England upprepade Note även kommunikationen att bolaget ser goda möjligheter att uppnå en försäljning om cirka 500 Mkr i Q2. Det motsvarar en tillväxttakt kring 14-15 procent mot föregående. Både rörelseresultatet och rörelsemarginalen väntas dessutom stärkas.

Teknikbolaget Plejd är en kund till Note som sysslar med smart belysning och har uppvisat stark tillväxt. I början på maj flaggade Note för att volymerna utvecklats över förväntan med en tillväxt på drygt 150 procent och att takten ökar ytterligare. Samarbetet med Plejd kan utvecklas till en av Notes största kunder under 2020.

Nyligen tog Note en order från en befintlig industrikund. Kunden genererar stark tillväxt på en produkt och för att klara av volymmuppgången kommer Note tillverka elektroniken i produkten. Ordervärdet väntas uppgå till minst 100 Mkr under de första 12 månaderna. Tillverkningen kommer starta i det tredje kvartalet och väntas snabbt nå höga volymer. Aktien handlades upp nästan 18 procent på beskedet.

Note verkar ha ett starkt operativt momentum. Vi tror att möjligheterna är goda att Note överträffar tillväxtmålet under året. Vi skissar på 13 procents tillväxt. Kommande år räknar vi med en tillväxttakt på 6-7 procent. I slutet på prognoshorisonten räknar vi med en rörelsemarginal på 7,5 procent.

Många kontraktstillverkare värderas generellt lågt. Vi tycker det är rimligt att Note handlas till en premie mot mindre kontraktstillverkare som Inission, Hanza Holding och Scanfil. Nolato och Elos Medtech värderas å andra sidan högre än Note. De uppvisar dock högre marginalbild. Använder vi en multipel på 11 gånger rörelsevinsten i linje med norska Kitron finns en uppsida på cirka 30 procent på radarn.

Skulle Note nå tillväxtmålet på 10 procent så finns fortsatt fin uppsida (optimistiskt scenario). Risken är att konjunkturen viker ned rejält och att tillväxten saktar in. Då är nedsidan betydande (pessimistiskt scenario).

Bolag	Avkastning 1 år %	P/E 2021E	EV / Ebit 2021E	EV / Sales 2021E	Ebit- marginal 2021E %	Årlig tillväxt i omsättning 2020-2022 %
Note	60,7	13,4	10,8	0,8	7,4	6,5
Nolato	17,2	18,8	14,7	1,7	11,6	8,6
Elos Medtech	-28,9	15,0	14,0	1,3	9,3	9,0
Inission	-15,4	9,0	8,2	0,5	5,7	6,6
Hanza	-14,8	8,1	9,2	0,4	3,8	7,5
Scanfil	29,1	10,3	9,0	0,6	6,7	4,0
Kitron	34,0	11,1	10,8	0,8	7,0	8,5
Genomsnitt	11,7	12,2	10,9	0,9	7,3	7,3

Källa: Affärsvärlden / Factset

Definition	Aktiens avkastning 12 månader, inklusive utdelning	Börskurs delat på förväntad vinst per aktie för 2021E	EV = Börsvärde + Nettoskuld. EBIT = förväntat rörelseresultat 2021E	EV = Börsvärde e + Nettoskul d. Sales = förväntad omsättni ng 2021E	Förväntad rörelsemargi nal 2021E	Förväntad årlig tillväxt 2020- 2022
------------	--	--	---	--	--	---

Note har uppvisat en stark operativ utveckling de senaste åren. Så länge inga tydliga tecken syns på att tillväxten saktar in så finns troligtvis mer uppsida i aktien. Kontraktstillverkare bör rimligtvis inte handlas till alltför höga multiplar. Men det är heller inte orimligt att Note skulle kunna värderas något högre med bakgrund mot tillväxttakten och de stabila marginalerna.

Den som inte räds konjunkturoro har inga särskilda skäl till att sälja Note ännu. Aktien har gått starkt men vi väljer att behålla vårt köpråd tills vidare. Skulle aktien fortsätta stiga från dagens nivå är det dock möjligt att vi byter fot.

Afv om Note: Köp

Grafiken till höger visar aktiens potential (inkl. utd.) i ett flerårsperspektiv beroende på utvecklingen i tre tänkbara scenarier.

Tabellen nedan visar de tre scenarierna mer i detalj. ([Se krönika för mer om filosofin bakom modellen.](#))



Huvudscenario



● Avkastning +30%

Huvudscenario	Optimistiskt		Pessimistiskt
Kurs 22/6 vid analys: 53,00 kr	2020E	2021E	2022E
Omsättning (tillväxt)	1 989 Mkr (13%)	2 128 Mkr (7%)	2 256 Mkr (6%)
Rörelsemarginal	7,2%	7,4%	7,5%
Vinst per aktie	3,70 kr	4,10 kr	4,50 kr
Rimlig EV/Ebit → börskurs 2022			EV/Ebit 11x → 66 kr

Huvudscenario	Optimistiskt		Pessimistiskt
Kurs 22/6 vid analys: 53,00 kr	2020E	2021E	2022E
Omsättning (tillväxt)	2 024 Mkr (15%)	2 226 Mkr (10%)	2 427 Mkr (9%)
Rörelsemarginal	7,2%	7,9%	8,5%
Vinst per aktie	3,80 kr	4,60 kr	5,50 kr
Rimlig EV/Ebit → börskurs 2022			EV/Ebit 13x → 95 kr

Huvudscenario	Optimistiskt		Pessimistiskt
Kurs 22/6 vid analys: 53,00 kr	2020E	2021E	2022E
Omsättning (tillväxt)	1 936 Mkr (10%)	1 859 Mkr (-4%)	1 821 Mkr (-2%)
Rörelsemarginal	7,2%	5,9%	4,5%
Vinst per aktie	3,60 kr	2,83 kr	2,16 kr
Rimlig EV/Ebit → börskurs 2022			EV/Ebit 8x → 25 kr

Note tio största ägare

Andel

Johan Hagberg	20,7%
MediumInvest A/S	4,91%
Handelsbanken Fonder	4,55%
Tredje AP-fonden	4,23%
Avanza Pension	3,64%
Kjell-Åke Andersson med familj	3,24%
Catella Fonder	3,18%
Nordnet Pensionsförsäkring	2,75%
Claes Mellgren	2,54%
Myggenäs Gård AB	2,32%
Källa: Holdings	

Note

E-post: bjorn.rydell@affarsvarlden.se