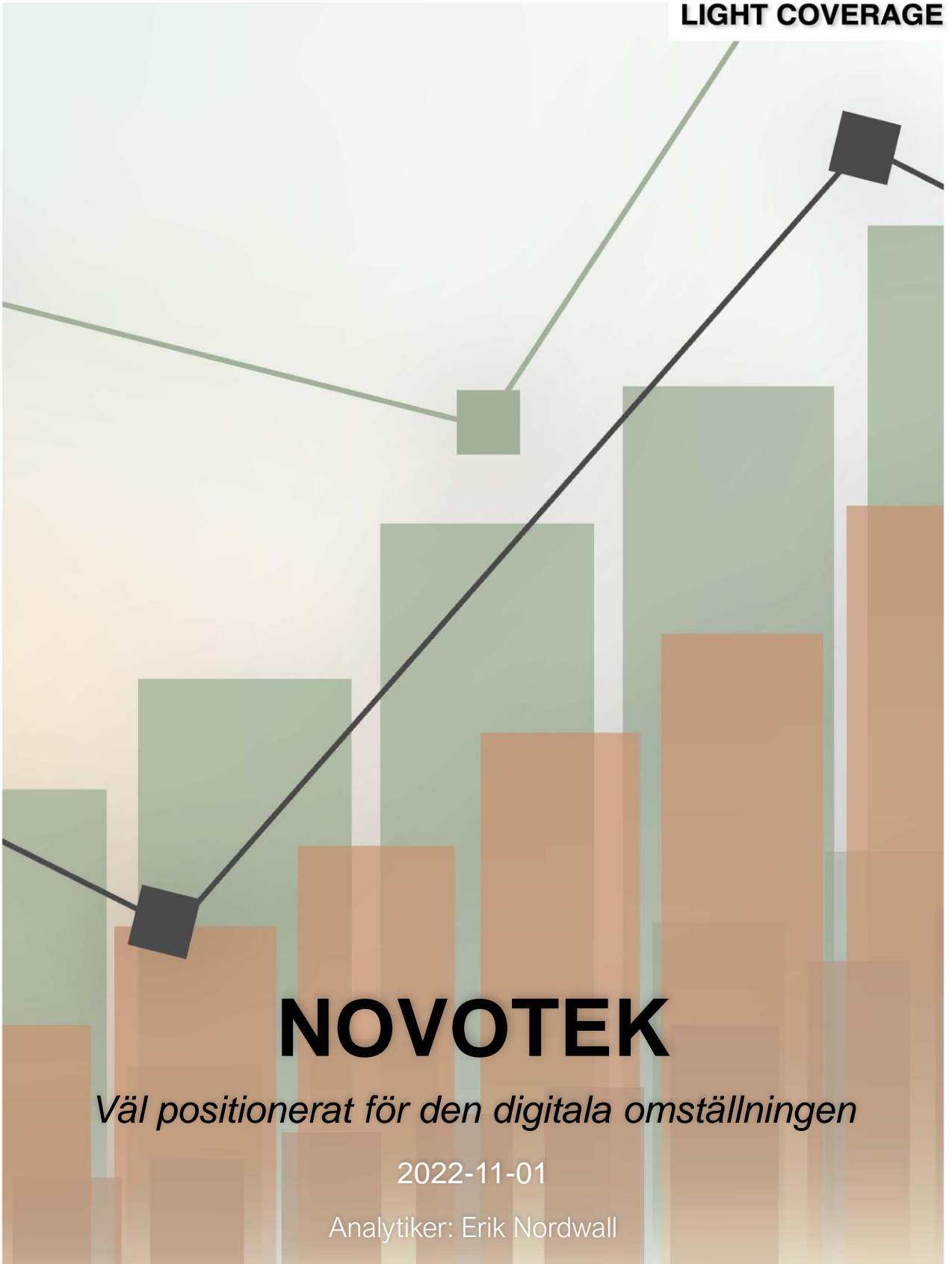


# AKTIEANALYS

LIGHT COVERAGE



## NOVOTEK

*Väl positionerat för den digitala omställningen*

2022-11-01

Analytiker: Erik Nordwall

**Analyst Group grundades 2014**, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

**Idag är Analyst Group** ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

**Vår vision** är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut,  
kapitalallokering och kommunikationsvägar.

---

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

## VÄL POSITIONERAT FÖR DEN DIGITALA OMSTÄLLNINGEN

Novotek AB ("Novotek" eller "Bolaget") är ett svenskt konsult- och distributionsbolag som levererar lösningar inom *industriell IT, automation, digitalisering* samt *cyber security*, där den differentierade affärsidén kring att erbjuda lösningar samt tillkommande tjänster såsom utbildning och support, möjliggör en kontinuerlig intäktsström för Bolaget under olika stadier i kundens omställning. Bolagets omsättning utgörs idag av ca 80 % produkter och resterande 20 % av konsulttjänster, produkterna distribueras från underleverantörer såsom GE-Digital, Emerson och Auvesy. Utöver de långvariga relationerna bolaget har med underleverantörer såväl som kunder, har Bolaget partnerskap med samtliga stora svenska IT-konsulter såsom Accenture och AFRY som använder Novoteks lösningar till sina kunder. Utifrån en Peer-värdering samt en kompletterande DCF-värdering motiveras ett potentiellt värde per aktie om 51,5 SEK i ett Base scenario.

#### Fjärde generationens industri möjliggör tillväxt

Covid-19 tvingade företag att ställa om snabbt för att digitalisera sina verksamheter samt finna effektiva lösningar för att frigöras från fysiska interaktioner. Detta resulterade i en snabbare utveckling mot den fjärde generationens industri där stor datainsamling, automation samt digitalisering möjliggör analysering av datamängder i nutid, vilket skapar en ökad överblick av verksamheten och möjliggör effektivare produktion samt snabbare beslut. Till följd av detta väntas Novotek se en stark efterfrågan inom bland annat produktområden såsom *analytics* och *dataloggning*. Investeringar i digitalisering estimeras växa med 37,1 % från år 2021 till år 2023 och då värderas till 2,1 bnUSD där Novotek har en marginell marknadsandel men tydligt växer med marknaden.<sup>1</sup>

#### Stark balansräkning och påfylld kassa

Novotek har idag en stark balansräkning med en kassa om 119,6 MSEK, utan räntebärande skulder. En av Bolagets värde drivare ligger i verksamhetens starka kassaflöden och höga cash conversion rate, som drivs av en snabb lageromsättning samt ett litet investeringsbehov. Bolagets cash conversion rate har i snitt uppgått till 95,1 % de senaste fem åren, men sjönk till 82,8 % år 2021. Analyst Group estimerar att denna kommer sjunka till 77,4 % helåret 2022 till följd av större förändringar i Bolagets rörelsekapital, men estimeras att stiga till 82,8 % år 2023.

#### Unik affärsidé skapar växande inträdesbarriär

Bolagets differentierade affärsidé, beträffande att både agera distributör samt konsult är helt unik i sitt slag och utgör en *moat* samt skapar stabila intäktsflöden över tid, det finns dock Bolag som konkurrerar inom specifika områden. Det långvariga samarbetet med Bolagets marknadsledande underleverantörer kombinerat med Bolagets långa erfarenhet och starka kundrelationer anser Analyst Group skapar en inträdesbarriär som endast höjs med tiden för Bolag som vill erbjuda både produkter och konsulttjänster.

**AKTIEKURS** 43,9 kr

**VÄRDERINGSINTERVALL**

<b>BEAR</b> 31,1 kr	<b>BASE</b> 51,5 kr	<b>BULL</b> 70,1 kr
------------------------	------------------------	------------------------

**NOVOTEK**

Senast betalt (2022-10-31)	43,9
Antal Aktier (st.)	10 600 000
Market Cap (MSEK)	465,3
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-119,6
Enterprise Value (MSEK)	345,7
V.52 prisintervall (SEK)	34,0 – 79,0
Lista	Small Cap Stockholm

**UTVECKLING**

1 månad	19,3%
3 månader	-27,8%
1 år	-32,3%
YTD	-41,3%

**HUVUDÄGARE (EUROCLEAR:)**

Arvid Svensson Invest AB	24,9%
Noveko Syd AB	11,3%
Novotime AB	7,0%
Avanza pension	4,3%
Västsvenska systembyggen AB	3,9%

**VD OCH ORDFÖRANDE**

Verkställande Direktör	Tobias Antius
Styrelseordförande	Göran Andersson

**FINANSIELL KALENDER**

Kvartalsrapport 3 2022	2022-11-10
------------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2019	2020	2021	2022E	2023E
Totala intäkter	306,3	319,6	391,2	414,8	451,9
<b>Bruttoresultat</b>	<b>176,6</b>	<b>182,9</b>	<b>223,9</b>	<b>239,2</b>	<b>281,6</b>
Bruttomarginal	57,7%	57,2%	57,2%	57,7%	57,9%
<b>EBIT</b>	<b>34,8</b>	<b>37,1</b>	<b>49,5</b>	<b>40,3</b>	<b>45,3</b>
EBIT marginal	11,4%	11,6%	12,7%	9,7%	10,0%
Skatt	-7,9	-8,0	-10,4	-9,0	-10,1
<b>Nettoresultat</b>	<b>26,7</b>	<b>28,4</b>	<b>39,0</b>	<b>31,1</b>	<b>38,3</b>
Vinstmarginal	8,7%	8,9%	10,0%	7,5%	8,5%
EV/EBIT	9,4	10,6	10,8	8,6	7,6
Cash conversion rate	84,8%	136,6%	82,8%	77,3%	82,8%

<sup>1</sup>Statista

# INVESTERINGSIDE

ÖVER 3 000  
KUNDER  
MINSKAR  
RISK

EN  
VALLGRAV  
SOM ENDAST  
BLIR  
DJUPARE

INDUSTRY 4.0  
KRÄVER  
ALLT SOM  
NOVOTEK  
ERBJUDER

## Brett utbud möjliggör värdeskapande i flertal led samt stabila intäkter

Novotek är ett unikt företag i den mån att Bolaget erbjuder lösningar, integrering och support genom Bolagets utbud av både produkter samt egna konsulttjänster. Bolagets kunder är verk-samma inom bland annat infrastruktur, fastighetsautomation samt livsmedel. Idag arbetar Novotek med över 3 000 kunder årligen genom att erbjuda lösningar, där kunderna utgör en blandning av stora koncerner, småföretag samt statliga verk. Bolaget erbjuder bland annat styrsystem ämnat för industriell automation, där Novotek sedan erbjuder integrering och utbildning. Därmed finns Novotek med i hela processen vilket skapar stabila intäktsflöden under implementeringen samtidigt som det underlättar för kunden att arbeta med samma bolag under utvecklingens gång, vilket bidrar till *stickiness*. Det breda utbudet av produkter för olika områden, exempelvis *analytics* och *automation*, kombinerat med Bolagets långa erfarenheten om över 30 år, anser Analyst Group är en stor värdedrivare där Bolaget framgent förväntas erhålla stabila intäkter samt långvariga kundrelationer.

## Differentierad affärsidé utan direkt konkurrens

Idag saknar Novotek direkta konkurrenter avseende Bolagets affärsidé om att vara med under hela kundens digitaliseringsresa. Bolaget har istället konkurrenter inom specifika områden, exempelvis ABB och Siemens som konkurrerar med Novotek inom automation, Novotek konkurrerar även med IT-konsulter såsom Accenture och AFRY, men dessa konsulter använder även Novoteks lösningar. Den långa relationen med Bolagets underleverantörer, samtliga marknadsledande inom sina områden, har givit Novotek en kvalitetsstämpel likväl tydliggjort den starka relationen mellan parterna. Kombinerat med Bolagets långa erfarenhet anser Analyst Group att inträdesbarriären kontinuerligt höjs för bolag som vill erbjuda både konsulttjänster och varor, vilket motiveras av att Novotek fortfarande är ensamma om att erbjuda bådadera. Analyst Group anser att marknaden inte fått grepp om att den differentierade affärsidén har kommit att skapa en moat mot konkurrens som endast blir djupare med tiden. Likväl har detta möjliggjort långvariga kundrelationer vilket Bolaget fortsatt förväntas kapitalisera på, vilket i kombination med stabila intäkter, blir viktigare under ett potentiellt sämre konjunkturläge.

## Påskyndad omställning driver marknadstillväxt

Novoteks omsättning samt marknadens utveckling har och förväntas fortsätta gå hand i hand drivet av att företagets investeringsvilja har en stark korrelation med Bolagets försäljning. Covid-19 pandemins utbrott tvingade verksamheter att anpassas till ett samhälle utan fysisk interaktion, vilket resulterade i att den digitala omställningen påskyndades med flera år inom bl.a produktion och leverantörskedjor. Effekten av detta blev en ökad tillväxttakt på marknaden för investeringar inom digitalisering, vilken estimeras växa med 37,1 % från år 2021 till år 2023 för att nå ett värde om 2,1 bnUSD. Till följd av att Novotek erbjuder den innovation som krävs för att ställa om visade Bolaget ett rekordår under pandemin, medans andra företag såg en markant minskad efterfrågan. Trots en stark tillväxt driven av en påskyndad digitalisering ser Analyst Group tillväxtpotential för Novotek, främst på lång sikt, men även på kort sikt där Bolagets omsättning estimeras växa om 15,9 % till år 2023 och nå 450,9 MSEK.<sup>1</sup>

## En stabil och stadigvarande efterfrågan ännu inte inprisd

Till följd av den påskyndade omställningen rör samhället sig närmare den fjärde generationens industri (industry 4.0). Industry 4.0 revolutionerar sättet som vi idag sköter vår produktion, planering och tar beslut, genom att integrera sensorer, mjukvara och maskinkontrollerad produktion kan företag samla stora mängder av data som analyseras i nutid. Kombinerat med datainsamling från operativa delar av verksamheten såsom leverantörskedjor, får företagen en helt ny överblick över deras verksamhet, vilket möjliggör snabbare beslut samt effektivare planering. Novotek erbjuder samtliga delar som krävs för industry 4.0 och kombinerat med den långa erfarenheten förväntas Bolaget se en stadigvarande efterfrågan framöver, likväl kunna kapitalisera på denna. År 2021 investerade Novotek i det tyska bolaget TG alpha, verksamma inom *cyber security* och har som ambition att integrera detta som affärsområde i samtliga länder Bolaget är verksam inom. Denna strategi väntas ge Bolaget ett bredare utbud och möjliggöra för Novotek att vinna marknadsandelar likväl ta del av marknadstillväxten som estimeras till 22,7 % mellan år 2021 och år 2023, för att nå ett marknadsvärde om 45,6 mdUSD. Trots de goda utsikterna för fortsatt tillväxt inom såväl befintliga områden som det nya området *cyber security*, värderar marknaden Novotek som om pandemin var slutet på tillväxten. Analyst Group anser att pandemin endast var början, detta grundas i den långsiktigt starka estimerade investeringsviljan hos företaget i kombination med den numera affärskritiska digitaliseringen.<sup>1</sup>

<sup>1</sup>Statista

# INVESTERINGSIDÉ

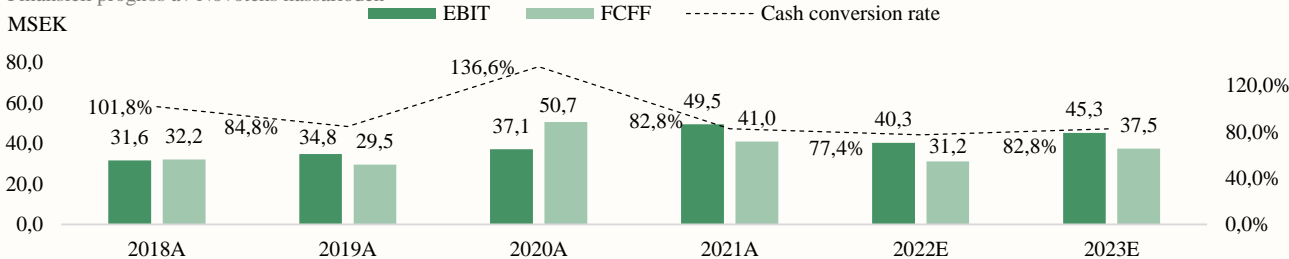
**CASH  
CONVERSION  
RATE  
ESTIMERAS  
TILL 82,8 %  
ÅR 2023**

## Marknaden förbiser en mogen cash conversion rate

Novoteks verksamhet binder ytterst lite kapital genom att Bolaget endast distribuerar färdiga varor från underleverantörer, vilket har resulterat i en snabb lageromsättning. Verksamheten kräver dessutom relativt små investeringar, Bolagets Capex har de senaste fem åren i genomsnitt uppgått till 0,6 % av nettoomsättningen. Till följd av detta, har Bolaget visat en stark cash conversion rate (FCFF/EBIT) om i genomsnitt 95,1 % de senaste fem åren, varav 2021 års var om 82,8 %. Analyst Group estimerar att denna kommer sjunka till 77,4 % år 2022 till följd av större förändringar i Bolagets rörelsekapital, för att sedan öka till 82,8 % år 2023 och fortsätta mot 2021 års nivå därefter. Analyst Group ser den höga kassakonverteringen som Bolagets största värde drivare till följd av möjligheten för Novotek att själva finansiera sin verksamhet, behålla finansiell stabilitet och fortsätta växa utan att tynga balansräkningen.

### Ökad förändring i rörelsekapital estimeras sänka Bolagets cash conversion rate.

Finansiell prognos av Novoteks kassaflöden



Källa: Novotek samt Analyst Groups prognos

### Framtida konjunkturläge utgör både risker och möjligheter

Efter många år av ekonomiskt välstånd och tillväxt står världens ekonomier inför en potentiell lågkonjunktur. Ekonomin präglas idag av höga inflationssiffror samtidigt som centralbankerna höjer räntorna för att bromsa ekonomin. Analyst Group anser att en potentiell lågkonjunktur skapar både risker och eventuella möjligheter för Novotek:

- Sämre konjunkturläge resulterar i låg efterfrågan

I ett sämre konjunkturläge, där företag väljer att investera mindre och istället fokusera på kostnadsbesparingar, förväntas Novotek se en minskad efterfrågan på Bolagets produkter. Företagen som genomför kostnadsbesparingar antas avstå kostsamma konsulter för eventuella projekt. När konsultbolag som utgör kunder till Novotek, exempelvis AFRY, Accenture och Cap Gemini ser en minskad efterfrågan, förväntas även Novotek påverkas negativt. Novotek som erbjuder både produktlösningar och tillhörande tjänster, förväntas i ett sådant scenario se en minskad försäljning av produkter som idag står för 79,9 % av totala intäkter. Försäljningen av tjänster förväntas däremot vara mer stabil, härlätt från det mer konstanta servicebehovet av teknologin som kunderna har implementerat tillika långsiktiga serviceavtal.

- Kostnadsbesparingar möjliggörs genom digitalisering

En potentiell lågkonjunktur medför generellt en minskad investeringsvilja bland företagen, men Analyst Group anser att detta inte nödvändigtvis innebär att efterfrågan på Novoteks produkter behöver minska. Till följd av att digitalisering samt automation blir allt mer affärskritiskt för att bibehålla konkurrenskraft och effektivitet, anser Analyst Group att en potentiell lågkonjunktur möjliggör ett scenario där företag istället väljer att investera i en digital omställning, detta eftersom digitalisering, och därmed effektivisering, möjliggör en kostnadsbesparing företagen är i behov av under en lågkonjunktur.

## HIGHLIGHTS



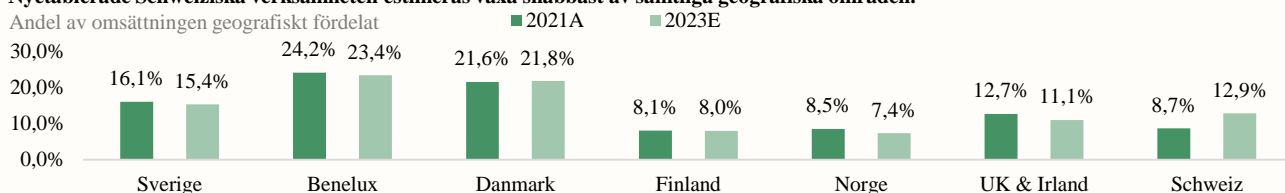
# FINANSIELL PROGNOIS

## Ökad effektivitet och marknadsstillväxt driver omsättningstillväxt

Bolagets omsättning är direkt kopplad till marknadsutvecklingen, som drivs av företagets vilja att investera inom digitalisering. Till följd av en påskyndad digitalisering väntas företagen på lång sikt ha en fortsatt stark investeringsvilja men som kortsiktigt väntas vara något svagare drivet av en större osäkerhet på marknaden. Novotek har sedan år 2017 totalt sett ökat rörelseintäkter och förädlingsvärde per anställd med 18,7 % respektive 14,7 %. Analyst Group bedömer att detta till stor del beror på Bolagets fokus på att ta sig an mindre och fler kundprojekt för att fullt utnyttja sina konsulter, denna trend anses fortsätta framgent. Bolaget har visat på en rörelseintäkt per anställd om 2,4 MSEK senaste 12 månaderna, som estimeras öka till 2,6 MSEK år 2023. De ovanstående faktorerna väntas driva Novoteks omsättning som estimeras uppgå till 450,9 MSEK år 2023, en ökning om 15,4 % från år 2021. Idag har Bolaget verksamhet i totalt tio länder, samtliga i Europa, där Belgien, Nederländerna och Luxemburg, som redovisas tillsammans (Benelux), utgör Bolagets största intäktskälla. Novotek expanderade sin verksamhet till Schweiz år 2020, där Bolaget sett till antalet anställda har minst verksamhet idag, men är det land där Bolaget växer starkast.

**PÅSKYNDAD  
OM-  
STÄLLNING  
GENOM  
COVID**

### Nyetablerade Schweiziska verksamheten estimeras växa snabbast av samtliga geografiska områden.



Källa: Novotek samt Analyst Groups prognos

## Personalkostnader följer nettoomsättningens tillväxttakt

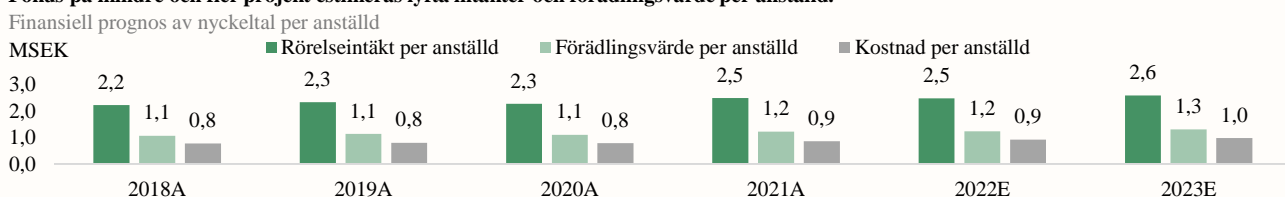
Bolagets rörelsekostnader utgörs av externa kostnader, avskrivningar och personalkostnader, varav personalkostnader utgör majoriteten. Novotek hade år 2021 157 anställda, Analyst Group estimerar att personalstyrkan kommer ökas med 17 anställda till totalt 174 år 2023 härlett från en geografisk expansion främst i Schweiz och Benelux. Bolagets kostnad per anställd varierar kraftigt mellan de olika länderna där den genomsnittliga kostnaden per anställd var 861 TSEK år 2021 men väntas växa till 972 TSEK år 2023, en ökning om 12,9 % drivet av ett tilltagande lönetryck härlett från en stigande inflation. De totala personalkostnader estimeras uppgå till 168,9 MSEK år 2023, därutöver har Bolaget även övriga personalkostnader som väntas uppgå till 7,5 MSEK år 2023. Novoteks externa kostnader är mer stadigvarande och har historiskt inte påverkats av nettoomsättningen eller resterande kostnader. Analyst Group estimerar att de externa kostnaderna uppgår till 27,6 MSEK år 2023, en ökning från 22,2 MSEK år 2021.

**ANTAL  
ANSTÄLLDA  
ESTIMERAS  
UPPGÅ TILL  
174 ÅR 2023**

## Avskrivningar drivs av tillkommande nyttjanderättstillgångar

Novotek har de senaste tre åren haft avskrivningar om ca 9,5 MSEK trots att Bolaget har ett lågt investeringsbehov, detta till följd av att Bolaget skriver av nyttjanderättstillgångar om ca 6,2 MSEK årligen som ej tillkommer genom investeringar. Analyst Group estimerar att Novotek kommer förvärva 16 % av aktierna i TG alpha genom Bolagets optionsavtal och därmed äga 56 %, detta ses dock som ett strategiskt förvärf för geografisk expansion med begränsad finansiell påverkan på Novoteks resultat. Novotek förväntas investera 3,1 MSEK år 2023, uppgående till 0,7 % av nettoomsättningen och avskrivningarna estimeras uppgå till 11,9 MSEK år 2023. Totalt estimerar Analyst Group att Novoteks rörelsekostnader kommer att öka från 174,4 MSEK år 2021 till 216,2 MSEK år 2023. Bolagets rörelseresultat estimeras uppgå till 45,3 MSEK år 2023, en minskning om 8,5% från år 2021 drivet av en lägre rörelsemarginal. Rörelsemarginalen väntas minska på kort sikt till 10 % från 2021 års 12,7 % till följd av stadigvarande kostnader kombinerat med kortsiktigt svagare omsättningstillväxt.

### Fokus på mindre och fler projekt estimeras lyfta intäkter och förädlingsvärde per anställd.



Källa: Novotek samt Analyst Groups prognos

# VÄRDERING

Peers	Marknadsdata			Nyckeltal		Värdering
Bolag	Börsvärde	Enterprise Value	Årlig omsättningstillväxt 2020A-2023E	EBIT marginal 2023E	Årlig EBIT-tillväxt 2020A-2023E	EV/EBIT 2023E
ABB	560 025,0	583 310,0	8,5%	14,0%	22,3%	13,3
Know IT	6 356,8	6 832,9	28,2%	8,7%	24,2%	11,0
Addnode	11 163,5	11 764,5	17,4%	7,6%	27,1%	22,8
Softronic	1 236,1	1 206,1	8,0%	12,5%	9,6%	10,5
Lime technologies	3 125,5	3 289,7	17,6%	20,8%	11,4%	28,8
<b>Genomsnitt</b>	<b>116 381,4</b>	<b>121 280,6</b>	<b>15,9%</b>	<b>12,7%</b>	<b>18,9%</b>	<b>17,3</b>
<b>Median</b>	<b>6 356,8</b>	<b>6 832,9</b>	<b>17,4%</b>	<b>12,5%</b>	<b>22,3%</b>	<b>13,3</b>
Novotek	465,3	345,7	12,2%	10,0%	6,9%	7,6

Källa: Bloomberg och Analyst Groups prognos

## Base scenario

Analyst Group har valt att värdera Novotek genom en Peer-värdering samt kompletterat denna med en DCF-värdering för att tydliggöra det långsiktiga värdet. Bolaget har idag en netto-kassa om 119,6 MSEK utan räntebärande skulder och en verksamhet med låg kapitalbindning samt ett lågt behov av investeringar. De senaste fem åren har Bolagets cash conversion uppgått i genomsnitt till 95,1 %, med en nedgång år 2021 till 82,8 % och Analyst Group estimerar att denna kommer fortsatt uppgå till 82,8 % år 2023. I DCF-värderingen har Analyst Group estimerat Bolagets fria kassaflöden fram till år 2028, där en ständig tillväxttakt om 2 % samt en WACC om 14 % applicerats utifrån rådande marknadsklimat samt den operationella, likväl finansiella risken förknippad med Bolagets storlek. Värderingen utifrån en DCF implicerar ett börsvärde om 558,8 MSEK, samt en potentiell aktiekurs om 55,5 SEK.

I Peer-värdering har Analyst Group valt ut fem peers till Bolaget, där ABB utgör en konkurrent inom automation och resterande peers är verksamma inom IT-konsultering samt med liknande kapitalbindning. Analyst Group anser att Bolaget bör handlas till en rabatt mot peers givet den lägre estimerade omsättnings- och EBIT-tillväxten, men att dagens värderingsrabatt utifrån forward EV/EBIT på 2023 års estimat om 42,7 % jämfört med peers är omotiverat hög. Detta då Bolagets estimerade rörelsemarginal är i linje med peers kombinerat med en stark cash conversion rate om 82,8 % och en på längre sikt estimerad stark efterfrågan. I Peer-värderingen inkluderas en rabatt om 30 % mot medianen härlett från en storleksrabatt om 10 % då Novotek är betydligt mindre än de andra bolagen samt en prestationsrabatt om 20 % utifrån en betydligt lägre estimerad EBIT-tillväxt samt omsättningstillväxt jämfört med peers. Detta resulterar i en target EV/EBIT multipel om 9,3x för 2023 års estimerade EBIT, vilket utifrån rullande tolv månaders EBIT innebär en EV/EBIT multipel om 11,0x. Analyst Group anser utifrån en Peer-samt DCF-värdering som tillägg, att en potentiell aktiekurs om 51,5 SEK är motiverad i ett Base Scenario.

**51,5 SEK PER  
AKTIE I ETT  
BASE  
SCENARIO**

## Bull scenario

I ett Bull scenario antas följande händelser:

- Företagen ser en kommande lågkonjunktur som en möjlighet till att effektivisera sina verksamheter genom digitalisering vilket resulterar i en större efterfrågan på Novoteks produkter.
- Novotek lyckas framgångsrikt expandera inom *cyber security* och integrera detta som ett affärsområde inom samtliga länder där Bolaget har verksamhet.

Bolaget estimeras uppnå en årlig genomsnittlig omsättningstillväxt om 14,2 % mellan år 2020 och år 2023, samt en rörelsemarginal om 11,7 %. Kombinationen av en omsättnings-tillväxt samt rörelsemarginal i linje med peers, kombinerat med starka kassaflöden, rättfärdigar en EV/EBIT multipel om 15,8x samt ett potentiellt motiverat värde per aktie om 70,1 SEK.

**70,1 SEK PER  
AKTIE I ETT  
BULL  
SCENARIO**

**31,1 SEK PER  
AKTIE I ETT  
BEAR  
SCENARIO**

## Bear scenario

I ett Bear scenario antas följande händelser:

- Förädlingsvärdet per anställd minskar till följd av ineffektivitet och Bolagets personal-kostnader ökar och sänker rörelsemarginalen.
- Högre räntor medför minskad investeringsvilja och därmed lägre efterfrågan.
- Tillväxten inom *cyber security* går ej som väntat och Bolaget ser en högre konkurrens samt lägre tillväxt.

En lägre årlig omsättningstillväxt om 7 % från år 2020 till år 2023, samt sjunkande rörelsemarginal som estimeras uppgå till 5,8 % år 2023 rättfärdigar en högre rabatt mot peers. Utifrån en Peer- samt en kompletterande DCF-värdering anser Analyst Group att ett potentiellt värde per aktie om 31,1 SEK är motiverat.

# APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	284,0	303,9	319,0	390,7	413,8	450,9	499,7	553,8	606,4	664,3	703,6
Övriga rörelseintäkter	0,4	2,4	0,6	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>284,4</b>	<b>306,3</b>	<b>319,6</b>	<b>391,2</b>	<b>414,8</b>	<b>451,9</b>	<b>500,7</b>	<b>554,8</b>	<b>607,4</b>	<b>665,3</b>	<b>704,6</b>
Handelsvaror	-124,3	-129,7	-136,7	-167,3	-175,6	-190,3	-209,3	-237,3	-258,5	-282,1	-297,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>160,1</b>	<b>176,6</b>	<b>182,9</b>	<b>223,9</b>	<b>239,2</b>	<b>261,5</b>	<b>291,4</b>	<b>317,5</b>	<b>348,9</b>	<b>383,1</b>	<b>406,9</b>
Bruttomarginal	56,3%	57,7%	57,2%	57,2%	57,7%	57,9%	58,2%	57,2%	57,4%	57,6%	57,7%
Övriga externa kostnader	-20,9	-19,0	-18,3	-22,2	-27,1	-27,9	-28,8	-29,6	-30,5	-31,4	-32,4
Personalkostnader	-105,0	-113,2	-118,1	-142,6	-161,1	-176,4	-193,5	-211,0	-229,8	-249,1	-274,7
Avskrivningar	-2,6	-9,6	-9,4	-9,6	-10,7	-11,9	-13,5	-14,9	-15,2	-15,3	-15,5
<b>EBIT</b>	<b>31,6</b>	<b>34,8</b>	<b>37,1</b>	<b>49,5</b>	<b>40,3</b>	<b>45,3</b>	<b>55,6</b>	<b>62,0</b>	<b>73,4</b>	<b>87,4</b>	<b>84,3</b>
EBIT-marginal	11,1%	11,4%	11,6%	12,7%	9,7%	10,0%	11,1%	11,2%	12,1%	13,1%	12,0%
Finansiella intäkter	0,4	0,4	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Finansiella kostnader	-0,3	-0,6	-0,9	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
<b>EBT</b>	<b>31,7</b>	<b>34,6</b>	<b>36,4</b>	<b>49,4</b>	<b>40,1</b>	<b>45,0</b>	<b>55,2</b>	<b>61,9</b>	<b>73,3</b>	<b>87,3</b>	<b>84,2</b>
Skatt	-7,6	-7,9	-8,0	-10,4	-9,0	-10,1	-12,4	-13,9	-16,5	-19,6	-18,9
<b>Nettoresultat</b>	<b>24,1</b>	<b>26,7</b>	<b>28,4</b>	<b>39,0</b>	<b>31,1</b>	<b>34,9</b>	<b>42,8</b>	<b>48,0</b>	<b>56,9</b>	<b>67,7</b>	<b>65,3</b>
Nettomarginal	8,5%	8,7%	8,9%	10,0%	7,5%	7,7%	8,5%	8,7%	9,4%	10,2%	9,3%

Ständig tillväxttakt	Aktiekurs	WACC							
	43,9	10,0%	11,0%	12,0%	14,0%	15,0%	16,0%	17,0%	
1,4%	74,8	67,7	61,9	53,1	49,7	46,8	44,2		
1,6%	75,9	68,5	62,5	53,5	50,0	47,0	40,8		
1,8%	76,9	69,3	63,1	53,9	50,3	47,3	40,9		
2,0%	78,0	70,1	63,8	55,5	50,7	47,6	41,1		
2,2%	79,2	71,0	64,4	54,7	51,0	47,8	41,3		
2,4%	80,5	71,9	65,1	55,1	51,3	48,1	41,4		
2,6%	81,8	72,9	65,9	55,6	51,7	48,4	41,6		

Bear scenario (MSEK)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	284,0	303,9	319,0	390,7	369,2	390,3	417,5	445,6	475,3	508,4	544,8
Övriga rörelseintäkter	0,4	2,4	0,6	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>284,4</b>	<b>306,3</b>	<b>319,6</b>	<b>391,2</b>	<b>370,2</b>	<b>391,3</b>	<b>418,4</b>	<b>446,6</b>	<b>476,3</b>	<b>509,3</b>	<b>545,7</b>
Handelsvaror	-124,3	-129,7	-136,7	-167,3	-156,7	-164,8	-174,9	-191,0	-202,7	-216,0	-230,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>160,1</b>	<b>176,6</b>	<b>182,9</b>	<b>223,9</b>	<b>213,4</b>	<b>226,5</b>	<b>243,5</b>	<b>255,6</b>	<b>273,6</b>	<b>293,3</b>	<b>315,1</b>
Bruttomarginal	56,3%	57,7%	57,2%	57,2%	57,7%	57,9%	58,2%	57,2%	57,4%	57,6%	57,7%
Övriga externa kostnader	-20,9	-19,0	-18,3	-22,2	-22,9	-23,6	-24,3	-25,0	-25,7	-26,5	-27,3
Personalkostnader	-105,0	-113,2	-118,1	-142,6	-157,7	-168,2	-178,0	-190,2	-205,4	-220,6	-240,4
Avskrivningar	-2,6	-9,6	-9,4	-9,6	-10,7	-11,9	-13,5	-14,9	-15,2	-15,2	-15,3
<b>EBIT</b>	<b>31,6</b>	<b>34,8</b>	<b>37,1</b>	<b>49,5</b>	<b>22,2</b>	<b>22,8</b>	<b>27,7</b>	<b>25,5</b>	<b>27,3</b>	<b>31,1</b>	<b>32,1</b>
EBIT-marginal	11,1%	11,4%	11,6%	12,7%	6,0%	5,8%	6,6%	5,7%	5,7%	6,1%	5,9%
Finansiella intäkter	0,4	0,4	0,2	0,6	0,4	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Finansiella kostnader	-0,3	-0,6	-0,9	-0,7	-0,6	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
<b>EBT</b>	<b>31,7</b>	<b>34,6</b>	<b>36,4</b>	<b>49,4</b>	<b>22,0</b>	<b>22,4</b>	<b>27,3</b>	<b>25,4</b>	<b>27,2</b>	<b>31,0</b>	<b>32,0</b>
Skatt	-7,6	-7,9	-8,0	-10,4	-4,9	-5,0	-6,1	-5,7	-6,1	-7,0	-7,2
<b>Nettoresultat</b>	<b>24,1</b>	<b>26,7</b>	<b>28,4</b>	<b>39,0</b>	<b>17,0</b>	<b>17,4</b>	<b>21,2</b>	<b>19,7</b>	<b>21,1</b>	<b>24,0</b>	<b>24,8</b>
Nettomarginal	8,5%	8,8%	8,9%	10,0%	4,6%	4,5%	5,1%	4,4%	4,4%	4,7%	4,6%



# APPENDIX

Bull scenario (MSEK)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
Nettoomsättning	284,0	303,9	319,0	390,7	420,6	475,7	535,1	603,3	676,0	758,0	852,1
Övriga rörelseintäkter	0,4	2,4	0,6	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>284,4</b>	<b>306,3</b>	<b>319,6</b>	<b>391,2</b>	<b>421,5</b>	<b>476,7</b>	<b>536,0</b>	<b>604,2</b>	<b>677,0</b>	<b>759,0</b>	<b>853,0</b>
Handelsvaror	-124,3	-129,7	-136,7	-167,3	-178,5	-200,8	-224,1	-258,4	-288,1	-321,9	-360,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>160,1</b>	<b>176,6</b>	<b>182,9</b>	<b>223,9</b>	<b>243,1</b>	<b>275,9</b>	<b>311,9</b>	<b>345,8</b>	<b>388,9</b>	<b>437,1</b>	<b>492,6</b>
Bruttomarginal	56,3%	57,7%	57,2%	57,2%	57,7%	57,9%	58,2%	57,2%	57,4%	57,6%	57,7%
Övriga externa kostnader	-20,9	-19,0	-18,3	-22,2	-22,9	-23,6	-24,3	-25,0	-25,7	-26,5	-27,3
Personalkostnader	-105,0	-113,2	-118,1	-142,6	-165,0	-184,6	-205,1	-225,3	-247,2	-275,6	-301,6
Avskrivningar	-2,6	-9,6	-9,4	-9,6	-10,7	-11,9	-13,6	-15,1	-15,4	-15,6	-15,9
<b>EBIT</b>	<b>31,6</b>	<b>34,8</b>	<b>37,1</b>	<b>49,5</b>	<b>44,5</b>	<b>55,8</b>	<b>69,0</b>	<b>80,5</b>	<b>100,6</b>	<b>119,4</b>	<b>147,7</b>
EBIT-marginal	11,1%	11,4%	11,6%	12,7%	10,6%	11,7%	12,9%	13,3%	14,9%	15,8%	17,3%
Finansiella intäkter	0,4	0,4	0,2	0,6	1,0	0,4	0,4	0,6	0,6	0,6	0,6
Finansiella kostnader	-0,3	-0,6	-0,9	-0,7	-1,2	-0,7	-0,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7
<b>EBT</b>	<b>31,7</b>	<b>34,6</b>	<b>36,4</b>	<b>49,4</b>	<b>44,3</b>	<b>55,5</b>	<b>68,6</b>	<b>80,4</b>	<b>100,5</b>	<b>119,3</b>	<b>147,6</b>
Skatt	-7,6	-7,9	-8,0	-10,4	-10,0	-12,5	-15,4	-18,1	-22,6	-26,8	-33,2
<b>Nettoresultat</b>	<b>24,1</b>	<b>26,7</b>	<b>28,4</b>	<b>39,0</b>	<b>34,4</b>	<b>43,0</b>	<b>53,2</b>	<b>62,3</b>	<b>77,9</b>	<b>92,5</b>	<b>114,5</b>
Nettomarginal	8,5%	8,8%	8,9%	10,0%	8,2%	9,0%	9,9%	10,3%	11,5%	12,2%	13,4%

# DISCLAIMER

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter efterlevs.*

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

## Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och överbägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

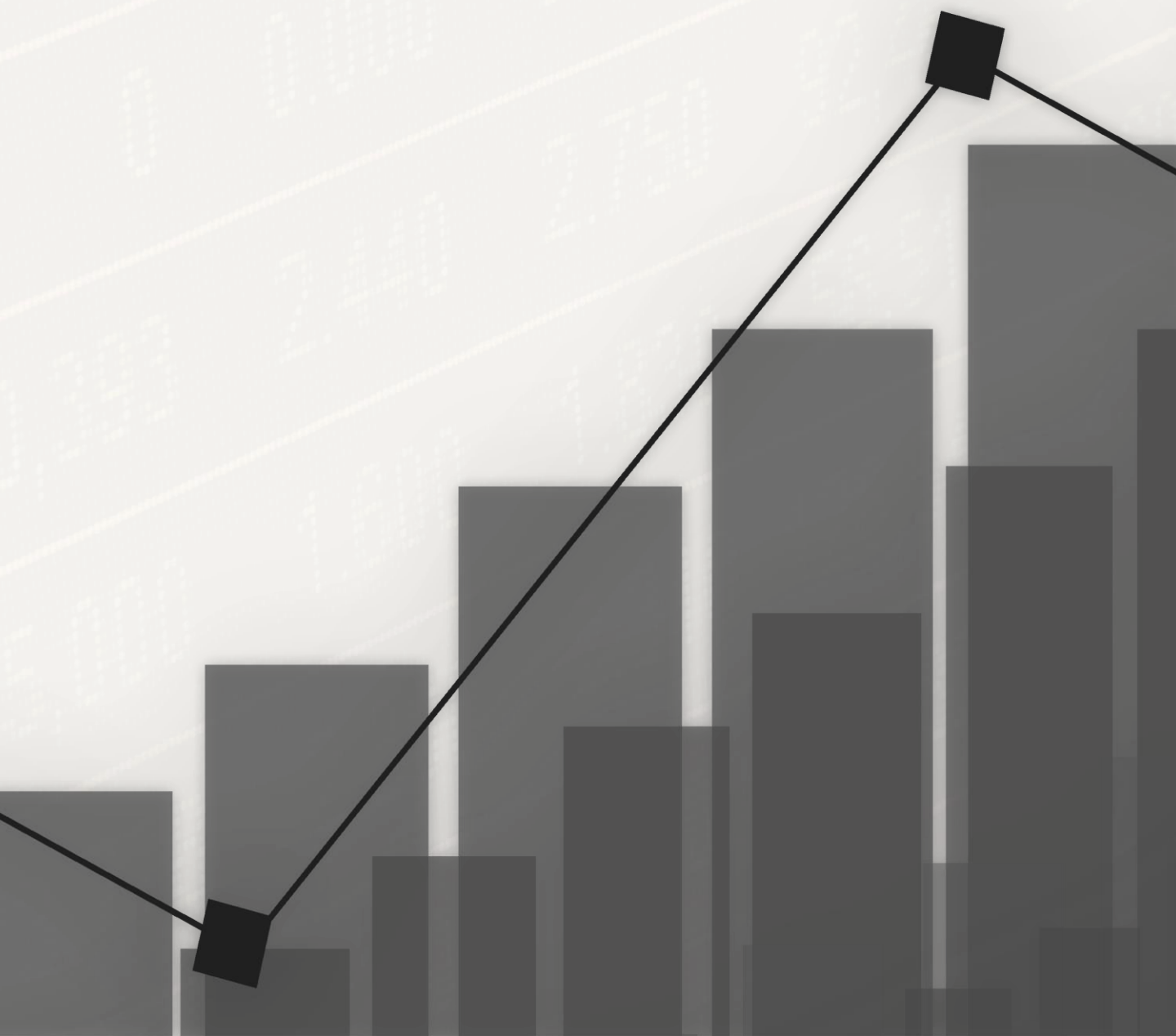
## Övrigt

**Novotek AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

Analytikern äger inte aktier i bolaget.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



**AG EQUITY RESEARCH AB**

Org.nr: 556999-0939 | Mail: [info@analystgroup.se](mailto:info@analystgroup.se)  
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm