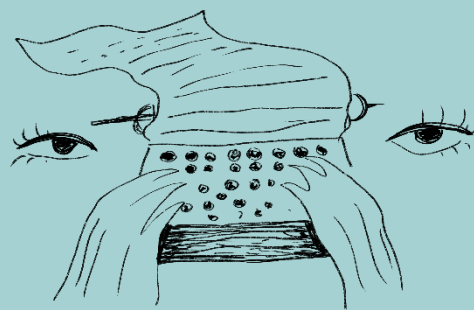




Eurocon Consulting

Norrländsk industrikonsult till låg värdering



Eurocon Consulting ("Eurocon" eller "Bolaget") är ett konsultbolag som erbjuder expertis och rådgivning inom en rad olika områden, främst inriktat mot industrin. Bolaget har en utpräglad hållbarhetsprofil, och tillhandahåller lösningar inom förnyelsebar energi och energieffektivisering. Utöver detta har Eurocon en rad olika kompetensområden som exempelvis säkerhet och regelefterlevnad.

Intäkterna kommer främst från traditionell konsultverksamhet, och bolagets anställda är delaktiga i hela livscykeln av kundernas projekt. Detta inkluderar allt från förstudier, genomförandet av projekten och underhåll efter genomförandena. Utöver detta säljer Eurocon sin egenutvecklade programvara SiteBase som hanterar information om anläggningar och projekt. SiteBase kan med fördel kombineras med Eurocons utbud av konsulttjänster.

Eurocon är mest aktiva inom skogsindustrin, men bolaget har även betydande verksamhet inom kemi-, skogs- och gruvindustri, IT och verkstad. Inom dessa branscher återfinns flera välkända kunder såsom SCA och LKAB.

Bolaget har varit lönsamt sedan börsintroduktionen 2007, och har uppvisat en linjär och förutsägbar tillväxt med stabila marginaler. Vår bedömning är att den positiva utvecklingen kommer fortsätta framöver, och att en drivande faktor kommer vara Eurocons exponering mot megatrender som hållbarhet och elektrifiering av samhället.

Key stats

Lista	Spotlight
Ticker	\$EURO
VD	Peter Johansson
Aktiekurs	7,22 SEK
Antal aktier	43 627 279
Börsvärde	314,9 MSEK
Insiderägande	15,8%



Analytiker

Jakob Fritz

jakob.fritz1@kalqyl.se



Innehåll

Key Insights	3
Historia	4
Finansiell historik.....	5
Styrelse.....	7
Ledning.....	8
Ägarbild	9
Insiderägande.....	9
Insynshandel	9
Verksamhet.....	10
Projekt	10
Process:.....	10
Säkerhet.....	11
Specialistkompetens.....	11
Informationssystem.....	11
Branscher	12
Marknad	13
Konkurrenter.....	14
Styrkor, svagheter, möjligheter och hot.....	15
Styrkor	15
Svagheter	17
Möjligheter.....	17
Hot.....	19
Värdering	20
Finansiell ställning.....	20
Finansiella mål.....	20
R12	20
Historiska nyckeltal.....	20
Estimat	20
Källor.....	23
Disclaimer	23

Key Insights



Historik

Eurocon har en stabil finansiell historik, och bolaget har varit lönsamt sedan det kom till börsen 2007. Bortsett från några mindre hack i kurvan har bolaget lyckats växa omsättning och vinst varje år, och man delar även ut pengar till aktieägarna.



Exponering mot megatrender

Eurocon är exponerade mot megatrender som omställningen till förnyelsebar energi och energieffektivisering. Detta är trender som dessutom accelererat på grund utav den rådande energikrisen



Lågt värderat

Aktien är enligt vår bedömning lågt värderad, och handlas till P/E 11 och EV/EBIT 8,4 på R12 vilket är under det historiska snittet. Lyfter vi blicken ytterligare sjunker värderingen i takt med att bolaget växer. För investeraren som jagar utdelningar ligger direktavkastningen på 5,6%.

”Jag ser mycket positivt på framtiden för samtliga enheter.”

– VD Peter Johansson

Investeringscase

- Stabil historik av omsättnings- och vinststillväxt
- Låg värdering
- Exponering mot megatrender
- Stark position i Norrland där investeringsbehovet är stort under kommande år
- Växande marknad

Historia

Eurocon är ett svenskt bolag som grundades 1990 i Örnsköldsvik av sju ingenjörer och entreprenörer som arbetade på bolaget MoDo Chemetics. Bolaget har vuxit sedan start både organiskt och genom förvärv, och har idag cirka 285 medarbetare som arbetar både i Sverige och internationellt. Huvudkontoret ligger i Örnsköldsvik, och bolaget har sedan starten öppnat flera nya kontor runtom i Sverige. Under åren har bolaget förvärvat flera olika bolag och inkorporerat dem i den egna verksamheten.

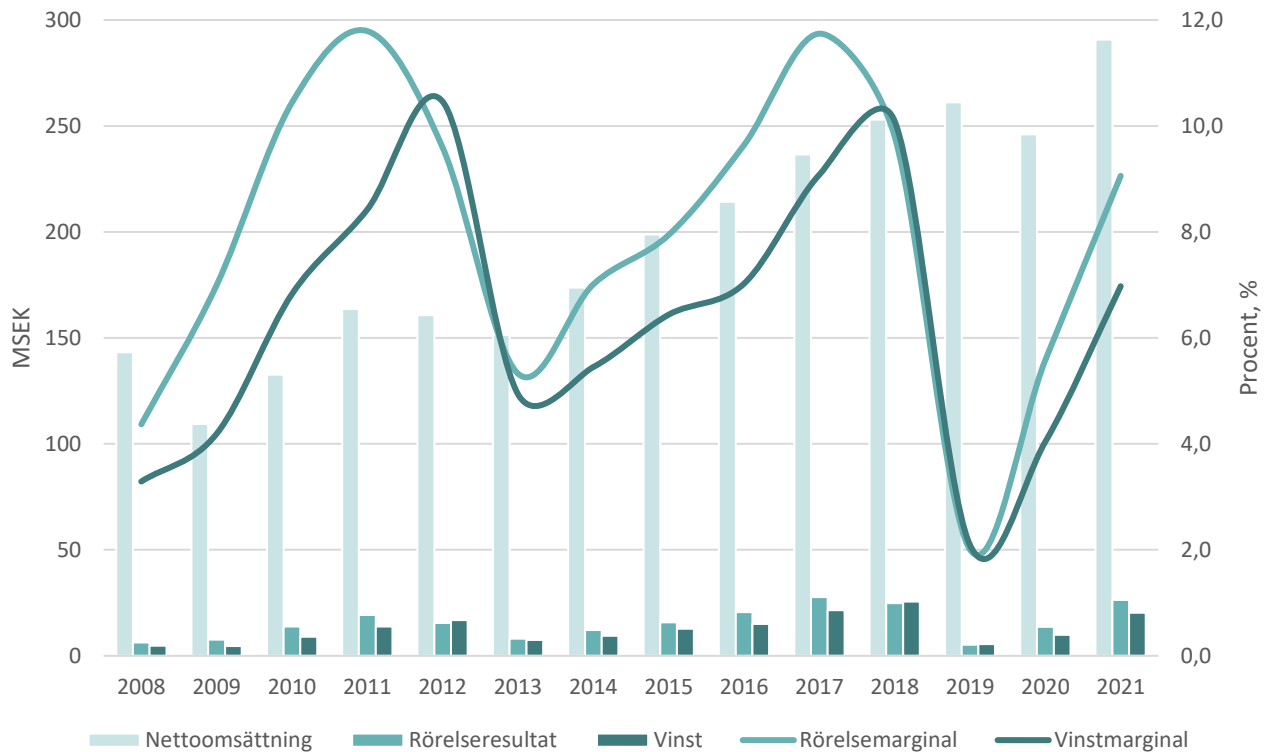
När Eurocon bildades var bolaget främst verksamt inom skogsindustrin, men bolagets kompetensområden har under åren utökats till att även omfatta bland annat gruvindustrin, kemi och infrastruktur.

Bolaget har vunnit priset som "Årets tillväxtföretag" i Västernorrland och har även fått en plats på listan över Sveriges snabbast växande företag, "Gasellföretagen". Eurocon är noterade på Spotlight Stock Market sedan 2007⁷.

1990	Bolaget grundas i Örnsköldsvik.
1995–1996	Dotterbolagen Eurocon Engineering AB och Eurocon Automation AB grundas.
2000	Bolaget flyttar till nya lokaler i Örnsköldsvik, där huvudkontoret är beläget än idag.
2007	Bolaget noteras på Aktietorget.
2012	Bolaget öppnar kontor i Stockholm, Förvärvar även bolaget Hydlings Ingenjörbyrå AB vilket etablerar bolaget i Härnösand.
2013	Bolaget förvärvar Automation West AB, och har därmed etablerat sig i Göteborg.
2015	Bolaget har nu kontor i sju städer och har nästan 200 medarbetare. Mottager även sin största order hittills.
2019	Har nu kontor 15 städer och över 260 medarbetare. Bolaget förvärvar även pidab AB i Göteborg.
2020	Bolaget firar 30 år!
2021	Eurocon Sydväst startas upp i Göteborg.

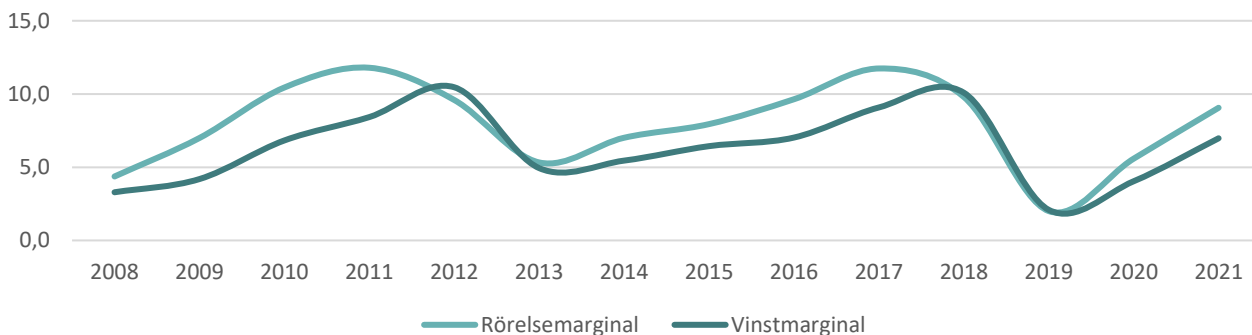
Finansiell historik

Mellan 2008 och 2021 har Eurocon växt omsättningen med en CAGR om 5,6%, och har under samma period växt vinsten med en CAGR om 11,9%⁸.



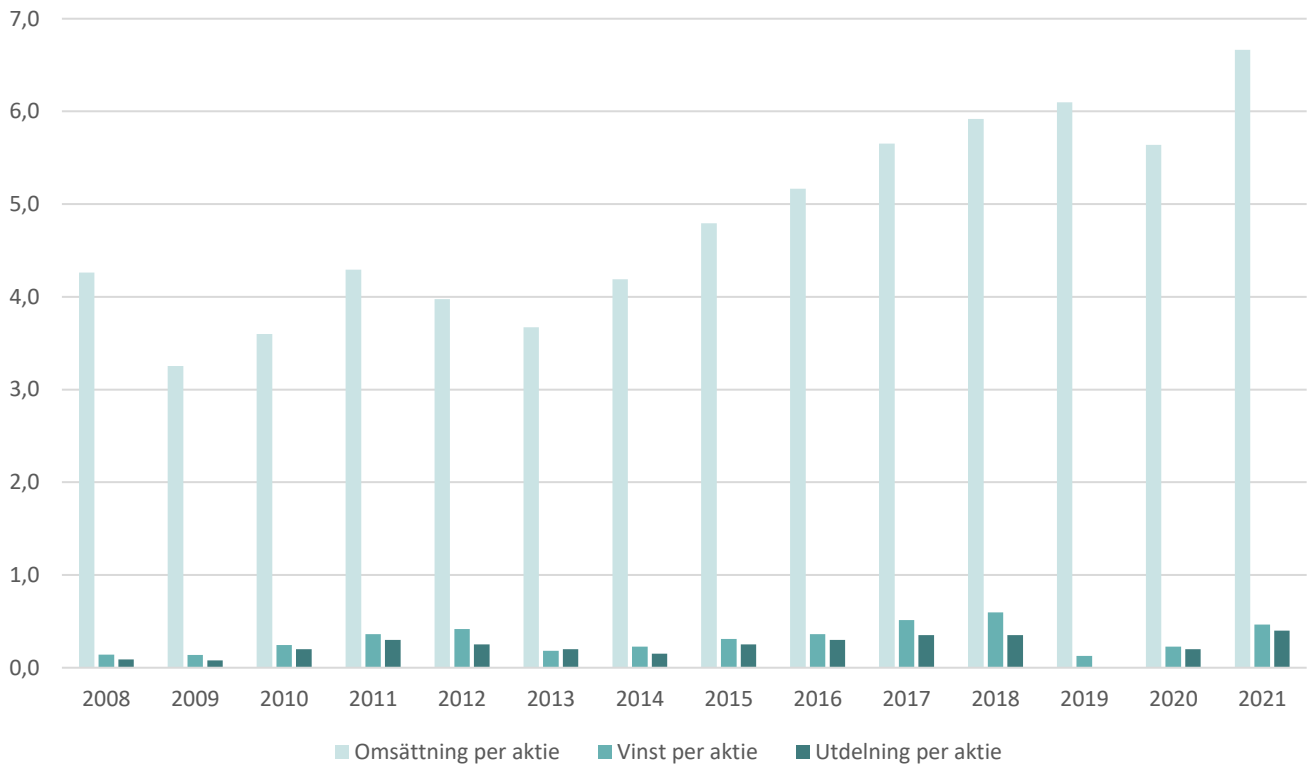
Under perioden har bolagets genomsnittliga rörelsemarginal legat på 8,0%, samtidigt som vinstmarginalen legat på 6,4%. 2011 noterades den högsta rörelsemarginalen på 11,8%, samtidigt som den högsta vinstmarginalen på 10,5% noterades 2012. 2019 var ett tufft år för Eurocon, och bolaget såg vikande efterfrågan på marknaden efter de hade färdigställt flera större projekt¹. Under året noterade bolaget därmed den lägsta rörelse- och vinstmarginalen för perioden, på 2,0 respektive 2,1%⁸.

Historiska marginaler



Under perioden har antalet utestående aktier ökat från 33,6M 2008 till drygt 46,4M 2021. Justerat för utspädningen har omsättningen per aktie under perioden växt med en CAGR om 3,5%, samtidigt som vinst per aktie växt med en CAGR om drygt 9,7%. Bolaget delar även ut pengar, och har med undantag för 2019 gjort det varje år sedan 2008. Den genomsnittliga utdelningen under perioden har varit drygt 0,23 SEK per aktie, och utdelningen har sedan 2008 växt med en CAGR om 12,16%⁸

Omsättning, vinst och utdelning per aktie



Styrelse

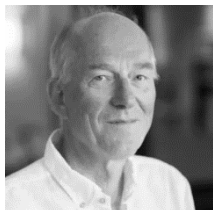


Richard Hellekant, Styrelseordförande

M.Sc. från Handelshögskolan i Stockholm. Är även ordförande i revisionsutskottet och VD samt medgrundare av PSG Capital AB

Aktieinnehav i Eurocon: 78 500 aktier

Invald 2015



Christer Svanholm, Styrelseledamot och vice ordförande

Civilingenjör och VD i Eurocon under 2007.

Aktieinnehav i Eurocon: 1 840 459 aktier

Invald 2007

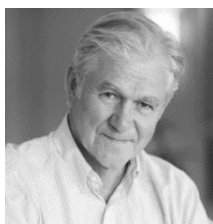


Ulf Rask, Styrelseledamot

Civilingenjör och uppdragsledare i Eurocon.

Aktieinnehav i Eurocon: 1 837 163 aktier

Invald 2007



Anders Nilsson, Styrelseledamot

Civilingenjör från KTH. Är även ledamot i revisionsutskottet och var tidigare VD i Knowit. Har även flera styrelseuppdrag i olika bolag.

Aktieinnehav i Eurocon: 319 920 aktier

Invald 2016



Erica Jonsson, Styrelseledamot

Juridikexamen från Uppsala universitet. Är även Hovrättsassessor.

Aktieinnehav i Eurocon: 20 746 aktier

Invald 2019



Ingela Ekebro, Styrelseledamot

Energiingenjör. Är VD för Biometria och har tidigare arbetat bland annat som affärsområdeschef för SCA.

Aktieinnehav i Eurocon: 0 aktier

Invald 2021

Ledning



Peter Johansson, VD

VD i Eurocon sedan 2008. Har tidigare arbetat på ÅF och ABB.

Aktieinnehav i Eurocon: 1102 585 aktier



Robert Bylin, Vice VD

Vice VD i Eurocon. Robert är civilingenjör och har tidigare suttit i ledningsgruppen för Goodtech ASA och arbetat i olika roller på Metso. Kommer ta över VD posten i mars när Peter Johansson går i pension.

Aktieinnehav i Eurocon: 0 aktier



Ylva Larsson, VD-assistent

Ylva har arbetat i Eurocon sedan 2008, och har tidigare arbetat på ÅF.

Aktieinnehav i Eurocon: 76 237 aktier



Jan Östman, HR-chef

Har arbetat på Eurocon sedan 2004, och har tidigare arbetat på bland annat ÅF och PIC Engineering.

Aktieinnehav i Eurocon: 134 000 aktier



Johan Westman, Projektchef

Har arbetat med olika projektledningsroller i Eurocon sedan 2010. Har tidigare arbetat på Consero Holding AB och ÅF.

Aktieinnehav i Eurocon: 20 746 aktier



Mats Karlsson, Affärsenhetschef

Har arbetat på Eurocon sedan 2016. Har tidigare arbetat som affärsområdeschef på SSG Standard Solutions Group AB.

Aktieinnehav i Eurocon: 0 aktier

Utöver ledningsgruppen listad ovan ingår även ledare från Eurocons olika dotterbolag⁹. Vi har valt att inte lista dem, då de inte ser ut att vara insynsregistrerade.

Ägarbild

Eurocon har totalt 1 787 aktieägare. Nordea fonder är största ägare, och Eurocon är ett mindre innehav i deras fond "Nordea Småbolagsfond Norden". Näst största ägare är Anne-Louise Löfdahl, följt av Avanza Pension som är ett samlat ägande för flera individer. Längre ner i listan hittar vi ett antal insynspersoner samt några privatpersoner¹⁰.

Ägare	Antal aktier	Röster
Nordea Fonder	4 725 653	10,8%
Anne-Louise Löfdahl	4 463 317	10,2%
Avanza Pension	3 567 015	25,1%
Christer Svanholm	1 840 459	4,1%
Ulf Rask	1 799 920	4,1%
Fredrik Forsgren	1 728 491	4,0%
Johan Westman	1 494 825	3,4%
Peter Johansson	1 102 585	2,5%
Mikael Lindqvist	1 003 542	2,3%
Nils Lindström	1 000 050	2,2%

Insiderägande

På listan ovan är insiders markerade i blått, och vi finner fyra insiderpersoner bland the tio största ägarna. Insiders äger totalt 6 892 661 aktier i Eurocon, vilket motsvarar 15,8% av kapitalet och rösterna i bolaget. Nio av tolv insynspersoner äger aktier i bolaget¹⁰. Vi gillar att majoriteten av insynspersonerna äger aktier, då detta ger dem incitament att göra det som är bäst för bolaget i det långa loppet.

Insynshandel

Det senaste året har insiders nettosålt aktier i Eurocon för 1,2 MSEK. Insiders har under perioden köpt för 0,4 MSEK och sålt för 1,6 MSEK. Det är tre insiders som köpt vid fem tillfällen, och två insiders som sålt vid tjugotvå tillfällen¹⁰. Det är projektchef Johan Westman och styrelseledamot Ulf Rask som genomfört försäljningar under året, och de har vad vi sett inte kommit med några förklaringar till detta. Eftersom de fortfarande är stora ägare i Eurocon, och att försäljningarna varit en liten del av deras totala innehav, anser vi inte att detta är något att oroa sig för. Skulle däremot fler insiders börja sälja för större belopp och minska sina innehav väsentligt kan detta vara en varningssignal.

Verksamhet

Eurocon är verksamma inom konsultbranschen, och erbjuder sina kunder expertis och rådgivning inom en rad olika områden, främst inriktat mot industrin. Det kan röra sig om allt från att effektivisera processer i en produktion till regelefterlevnad. Bolaget delar in sin verksamhet i fem olika kompetensområden.

"Med Eurocons höga tekniska kunnande, långa erfarenhet och aktiva deltagande i olika utvecklingsmiljöer, skapar vi tillsammans med våra samarbetspartners en unik plattform varifrån vi kan leverera säkra, hållbara och lönsamma tekniska lösningar för framtidens samhälle. Vi vill erbjuda en stimulerande och utvecklande arbetsmiljö för alla våra medarbetare" - Eurocons affärsidé

Eurocons olika kompetensområden kan användas inom olika branscher, vilket vi kommer till senare. Vissa av bolagets kompetensområden är mer applicerbara inom vissa branscher. Exempelvis kan bolagets IT-lösningar användas av bolag i alla branscher Eurocon är verksamma inom, medan bolagets kompetens inom säkerhet kan vara extra användbar inom gruv- och kemiindustrin.

Projekt

Bolaget erbjuder expertis och vägledning i projekt för olika branscher. Dessa projekt varierar i karaktär, storleksordning och i hur länge de pågår. Nedan följer några exempel på vilka tjänster Eurocon erbjuder inom projektering¹.

Förstudier: En undersökning som genomförs inför starten av ett projekt för att identifiera risker och säkerställa att projektet kan genomföras enligt plan. Resultatet dokumenteras oftast i en rapport och används som beslutsunderlag senare.

Förprojektering: Planeringsfas för att säkerställa att rätt kapacitet, utsläppsnivåer och tidsplaner och så vidare kan uppnås vid uppförandet av en industrialanläggning.

Förfrågningsunderlag: Är ett dokument som beskriver vad som ska köpas till projektet och vilka krav som ska ställas på inköpen. Det innehåller ofta ritningar, beskrivningar, specifikationer, mängdförteckningar och kontraktsvillkor. Förfrågningsunderlaget används som grund för att göra en förfrågan om priser och anbud på de produkter och tjänster som behövs för att genomföra projektet.

Projektledning: Omfattar att planera, organisera, leda och styra ett projekt. Handlar även om att samordna olika uppdrag och arbetsuppgifter utifrån en projektplan, kontrollera att projektet uppnår uppställda mål avseende tid, kvalitet och ekonomi.

Process:

Eurocon erbjuder rådgivning inom processrelaterade frågor. Detta inkluderar exempelvis modellering, mätteknik och optimering av processer². Exempel på vad Eurocon arbetar med inkluderar:

Processautomation Handlar om att skapa effektivitet, säkerhet och minimera energianvändningen i en industrialanläggning genom att använda teknik för att styra och kontrollera processerna. Det kan exempelvis innebära att optimera en maskin att producera mer kostnadseffektivt.

Gashantering: Hantering och behandling av giftiga och brandfarliga gaser och vätskor inom exempelvis pappers- och massaindustrin.

Säkerhet

Eurocon erbjuder konsulttjänster inom säkerhet, vilket främst går ut på att identifiera faror, samt att designa de säkerhetsbarriärer som skyddar människor, miljö och egendom¹³. Exempel på tjänster inkluderar:

Processsäkerhet: Här genomförs olika riskanalyser inom industrin. Ett exempel är What if analys som används för att identifiera och analysera möjliga scenarier och deras konsekvenser i syfte att minimera risker och förbättra säkerheten. Det handlar om att ställa frågan "vad händer om" och undersöka konsekvenserna av olika scenarier.

Maskinsäkerhet: Handlar om att säkerställa att maskiner och system fungerar på ett säkert sätt och att de inte orsakar skada på människor, djur eller egendom.

Utbildning: Bolaget erbjuder utbildning inom olika säkerhetsrelaterade områden, bland annat processsäkerhet och EL-kalkyler.

Specialistkompetens

Eurocons konsulter kan bidra med specialistkompetens inom olika områden¹⁴. Det kan exempelvis röra sig om.

Energikartläggning: Innebär att undersöka hur en organisation använder energi och hur man kan optimera användningen för att spara pengar och minska utsläpp. Eurocon hjälper även organisationer att förhålla sig till förordningar som ISO och lagen om energikartläggning.

Energibidrag och stöd: Eurocon hjälper bolag att ansöka om olika bidrag och stöd som ges för energieffektivisering, energianalyser och energikartläggningar.

Byggarbetsmiljösamordning: På en byggarbetsplats samarbetar ofta olika aktörer, och enligt arbetsmiljölagen är byggherren ansvarig att bidra med en säker arbetsmiljö. Byggherren kan då utse en samordnare för arbetsmiljön som koordinerar de olika parterna och ser till att relevanta lagar och regler efterföljs.

Informationssystem

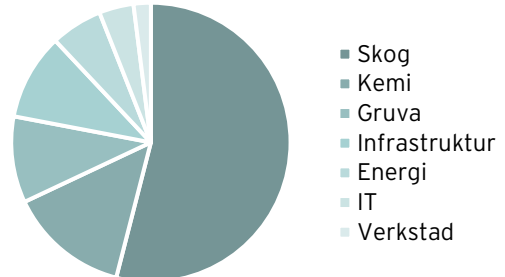
Eurocon erbjuder sina kunder olika lösningar inom IT, som i kombination med konsultverksamheten gör att kunden kan få en totallösning för programvara som inkluderar utbildning och support. Här är bolagets egenutvecklade programvara SiteBase central, som vi kommer komma till under "Branscher och intäktsfördelning". Bolaget erbjuder även lösningar i MS Project, som är ett verktyg för att planera, organisera och övervaka projekt¹⁵.

Branscher

Eurocon är verksamma inom sju olika branscher inom industri. När bolaget grundades var det endast inriktat mot skogsindustrin, men har under åren breddat sig mot fler branscher.

Bransch	Intäkter i MSEK	% av total
Skog	157,0	54 %
Kemi	40,7	14 %
Gruva	29,1	10 %
Infrastruktur	29,1	10 %
Energi	17,4	6 %
IT	11,6	4 %
Verkstad	5,8	2 %

Intäkter per bransch från bolagets årsredovisning 2021



Skog

Erbjudande Förädling av skogens råvaror och optimering av produktion. Konsulterna hjälper bolag att effektivisera, säkra och optimera processer i olika skogsrelaterade projekt.

Kunder Mångåriga samarbeten med bland annat Holmen, SCA och Södra Skogsägarna.



Kemi

Erbjudande Kemisk analys, effektivisering av produktionsprocesser, hållbarhetsarbete och riskanalys. De erbjuder också projektledning och underhåll.

Kunder Bland annat Domsjö Fabrikers bioraffinaderi i Örnsköldsvik.



Gruva

Erbjudande Produktionseffektiviseringar och hållbarhetsarbete. De håller även utbildningar och arbetar med riskåtgärder.

Kunder Bland annat långvarigt samarbete med LKAB.



Infrastruktur

Erbjudande Installationsteknik inom flera olika områden samt förstudier och projektering.

Kunder Bland annat Södra Mörrum.



Energi

Erbjudande Energieffektiviseringar och omställning mot förnybar energi vilket inkluderar uppförandet av nya vindkraftsparker och solcellsanläggningar.

Kunder Samarbeten med Statkraft, Varsvik och Stavro Vindkraftpark och Holmen Energi.



IT

Erbjudande Egenutvecklad programvara kallad SiteBase som hjälper till att förbättra och kvalitetssäkra hanteringen av information för anläggningar och projekt. Den kan användas till bland annat 3D-modellering, dokumenthantering, processhantering.

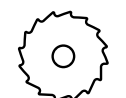
Kunder SCAs fabrik i Östrand som använt SiteBase sedan 2009.



Verkstad

Erbjudande Konceptlösningar för kunder som vill bygga en ny maskin, ta fram en ny produkt eller addera ett processteg i produktionen.

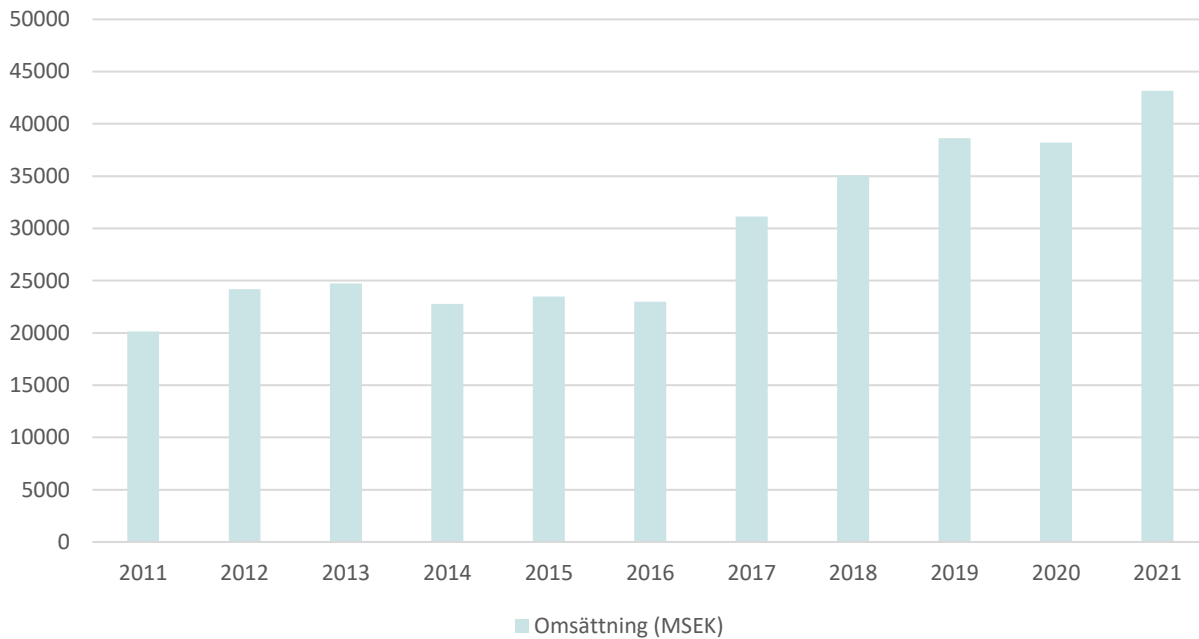
Kunder Exempelvis bolaget Elkapsling, där Eurocon var med och tog fram en ny produktionslinje.



Marknad

Marknaden för industri- och teknikkonsulter i Sverige är välutvecklad, och i Innovationsföretagens senaste branschrapport beräknades den omsätta drygt 43 miljarder SEK 2021, upp från 38,2 miljarder SEK 2020².

Marknaden för industri- och teknikkonsulter



Sedan 2011 har marknaden ökat med en CAGR om 7,9%, samtidigt som svensk BNP ökat med en CAGR om drygt 3,9%³. Med tanke på den historiskt starka tillväxten drivet av flera megatrender är vår bedömning att branschen kan fortsätta snabbare än BNP under kommande år, vilket gör den attraktiv ur en investeringssynpunkt.

Eurocon har under samma period växt med en CAGR om 5,9%, vilket är något lägre än branschen i helhet. Det är svårt att peka på någon direkt anledning till detta, men vi anser inte att detta skall tolkas som att Eurocon växer långsammare än sina konkurrenter. I rapporten har nämligen begreppet industri- och teknikkonsult definierats brett, och det blir därmed ingen rättvis jämförelse att göra. Vi kommer gå in på detta i nästa avsnitt när vi tittar på utmaningarna med att identifiera bolagets konkurrenter.

Konkurrenter

Marknaden för industrikonsulter är relativt fragmenterad med många olika aktörer, men domineras av några större spelare. 2021 omsatte de 5 största aktörerna på marknaden (deras industrikonsultdel), AFRY, Sigma Industri, Sweco (Industri & Energi), Combitech AB och HIQ International AB tillsammans drygt 17 miljarder SEK, vilket är mer än de 45 nästkommande i storleksordningen tillsammans². Förutom de 50 största aktörerna så finns det många mindre aktörer som ofta är närvarande på en specifik geografisk marknad. Det kan exempelvis vara ett konsultbolag med några få anställda som endast är aktiva i en mindre svensk stad. Det är svårt att kartlägga alla dessa lokala spelare, och vi kommer därför inte beakta dem i detta avsnitt.

Något som ytterligare komplicerar analysen av Eurocons konkurrenssituation är att många av bolagen som benämns som industrikonsulter verkar inom olika verksamhetsområden och är nischade mot andra branscher än Eurocon. Beroende på företaget erbjuds tjänster som inkluderar allt från "Life Science" till "Internet of Things". I vissa överlappar en eller flera branscher och verksamhetsområden med Eurocons och i andra fall inte alls. Vi har därför valt att fokusera på bolagets tre största konkurrenter enligt vår bedömning, sett till verksamhetsområden, branscher och geografisk marknad.

Nedan kommer vi tala om "innovationssektorn", som består av arkitekt-, teknikkonsult-, industri- och teknikkonsultföretag samt TIC företag (Test, inspektion och Certifiering). När vi talar om omsättning avser det omsättningen bolagen har i Sverige.

Omsättning 2021: (endast Sverige)

12,9 MDSEK, varav industridelen 5,9 MDSEK².

Fokusområden:

Bland annat automation & tillverkning, energi & kraft och miljö.

Anställda:

19 000 i 40 länder. Närvaro i hela Sverige⁴.



Omsättning 2021: (endast Sverige)

21,8 MDSEK, varav industridelen 2,8 MDSEK².

Fokusområden:

Bland annat vatten, energi & industri, miljö och hållbarhet samt byggnader

Anställda:

18 500 varav 6000 i Sverige⁵.



Omsättning 2021: (endast Sverige)

14,7 MDSEK varav industridelen 1,1 MDSEK².

Fokusområden:

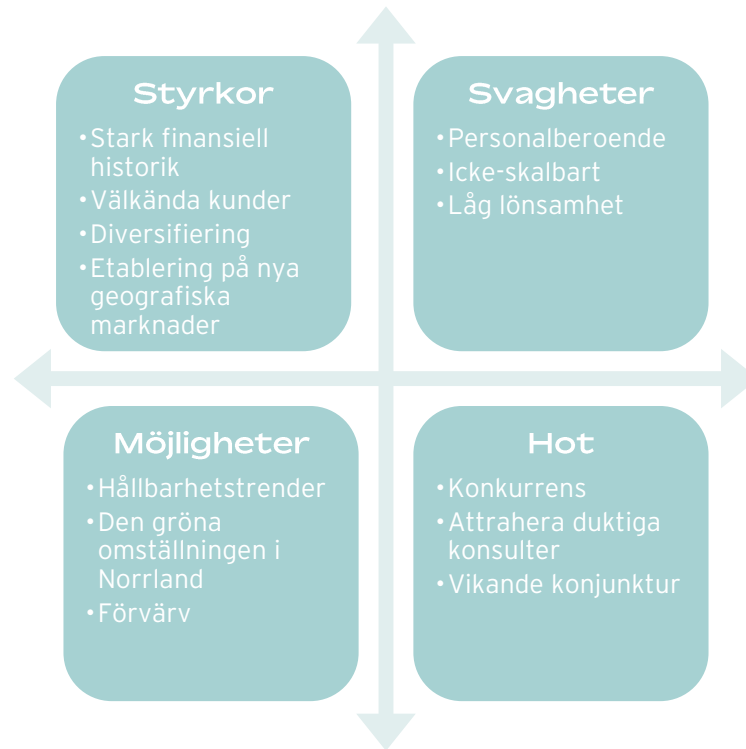
Bland annat energi, industri och infrastruktur

Anställda:

2600 fördelade i främst Sverige, Finland, Norge och Förenade Arabemiraten⁶.



Styrkor, svagheter, möjligheter och hot



Styrkor

Stark finansiell historik

Eurocon har en stark finansiell historik. Även om bolaget inte är en tillväxtraket, och det har varit lite slagit mellan åren så har omsättningen ökat stadigt sedan start. Vi tror att Eurocon kommer kunna fortsätta med detta framöver, och att tillväxten kommer drivas av olika faktorer som vi kommer diskutera senare. Bolaget har varit lönsamma sedan de kom till börsen, och vi tror de kommer fortsätta kunna leverera omsättnings- och vinsttillväxt framöver.

Bolaget har delat ut pengar till sina aktieägare varje år sedan de kom till börsen, med undantag för 2019 då bolaget hade ett tufft år. Bolagets utdelningspolicy är att aktieutdelningen skall motsvara lägst 50% av koncernresultatet efter skatt. Förutsatt att inget oväntat sker, exempelvis en kraftig nedgång i konjunkturen som gör att bolagets lönsamhet försämras kraftigt, så tror vi Eurocon kommer kunna bibehålla sin utdelningspolicy och fortsätta dela ut pengar till sina aktieägare kommande år.

Välkända kunder

Eurocon har etablerat sig som en betrodd leverantör av högkvalitativa tjänster, vilket reflekteras i deras kundbas som inkluderar välkända företag såsom Holmen, SCA, LKAB, Statkraft, Metsä Group, och Domsjö Fabriker. Dessa företag har valt att anförtro Eurocon att leverera tjänster som uppfyller deras specifika krav och behov.

Det är också värt att notera att många av Eurocons kunder har valt att samarbeta med dem på en återkommande basis, vilket visar på en hög nivå av kundnöjdhet och att Eurocon har en stark expertis inom sitt område. Detta är avgörande för att bygga långsiktiga affärsrelationer och för att etablera sig som en pålitlig leverantör.

Eurocons kundbas spänner över en rad olika branscher, vilket även visar på deras förmåga att anpassa sig till olika typer av kunder och deras specifika behov. Sammantaget tyder detta på att Eurocon levererar högkvalitativa tjänster inom många områden, och att kunder väljer att fortsätta arbeta med Eurocon efter avslutade projekt.

Diversifiering

När Eurocon grundades 1990 var bolaget en liten aktör nischad mot skogsindustrin. Sedan dess har man breddat verksamheten och arbetar idag inom en rad olika branscher.

Det finns visserligen fördelar med att vara en nischad aktör, exempelvis att kompetensen inom området ökar och att konkurrensen kan vara mindre. Det kan även vara enklare att skapa en stark varumärkesprofil och bli bolagets kunder vänder sig till.

Det ska även sägas att diversifiering kan kräva extra resurser och kan innebära extra kostnader. Det kan också vara svårt att hålla koll på olika verksamheter och att säkerställa att alla delar fungerar optimalt. Detta kan kräva att företaget ökar sin organisation och struktur för att hantera diversifieringen. Vi ser dock inga tecken på detta i Eurocons fall och det verkar som bolaget klarat dessa utmaningar bra.

Vi ser dock positivt på att bolaget valt att bredda sin verksamhet, och bedömer att fördelarna med detta överväger de potentiella nackdelarna.

En fördel med diversifiering är att det kan öka stabiliteten i verksamheten och minska beroendet av en specifik bransch. Hade Eurocon enbart arbetat inom skogsindustri hade verksamheten troligtvis påverkats kraftigt av branschspecifika faktorer, som exempelvis massapriser, regelverk eller naturkatastrofer som stormar eller liknande. I och med att bolaget breddat verksamheten minskar den branschspecifika risken och bolaget kan förhoppningsvis kompensera inom andra affärsområden.

Diversifiering ger även Eurocon möjligheten att expandera sin verksamhet, vilket bör vara en drivare för framtida tillväxt. Genom att fokusera på fler affärsområden kan bolaget förhoppningsvis öka tillväxttakten, och tillväxten borde bli mer stabil då branschspecifika svängningar inte slår lika hårt. Expansionen till nya affärsområden gör även att bolaget får en bredare kundbas, vilket minskar den leverantörsspecifika risken.

Etablering på nya geografiska marknader

När Eurocon kom till börsen 2008 var det aktivt i Örnsköldsvik i Norrland, där bolaget hade en mycket stor marknadsandel¹⁷. Än idag har företaget en stark närvaro i Norrland, men har även expanderat till andra geografiska marknader genom att öppna kontor i flera städer runt om i Sverige, inklusive Stockholm och Göteborg. Dessa expansioner har skett både genom att starta nya avdelningar själva, och genom att förvärva befintliga företag och integrera dem i verksamheten.

Vi ser positivt på att bolaget valt att etablera sig på andra geografiska marknader, eftersom det ökar den potentiella kundbasen och ger ökade försäljningsmöjligheter samtidigt som affärsrisken minskar då företaget blir mindre beroende av en specifik geografisk marknad.

Svagheter

Personalberoende

Eurocon är, som alla konsultbolag, kraftigt personalberoende. Bolagets främsta tillgång är deras konsulter, och det kostar att rekrytera och träna upp ny personal. Om Eurocon av någon anledning skulle uppleva en högre personalomsättning ökar dessa kostnader, vilket kan leda till förseningar i projekt och så vidare.

Icke-skalbart

Ett konsultbolag som Eurocon kan ha svårt att skala sin verksamhet på samma sätt som andra bolag eftersom den är beroende av att ha en grupp av kompetenta konsulter för att kunna leverera tjänster till sina kunder. Om Eurocon upplever hög efterfrågan och vill expandera snabbt så måste de anställa och träna upp fler konsulter innan detta är möjligt, vilket kan vara en tidskrävande och kostsam process.

Dessutom är konsulttjänster ofta personliga och kräver en hög nivå av interaktion med kunderna, vilket kan begränsa möjligheten att automatisera och skala upp verksamheten.

Låg lönsamhet

Konsultbolag har generellt relativt låga marginaler, och det finns en rad olika anledningar till detta. En orsak till detta är kostnaderna för att rekrytera och träna nya konsulter. Dessa kostnader kan vara relativt höga och påverka lönsamheten negativt. För att vara konkurrenskraftigt måste bolaget även ha bra förmåner för sina anställda.

Dessutom är konsultbranschen ofta hårt konkurrensutsatt, vilket kan resultera i låg lönsamhet eftersom företaget måste sänka sina priser för att vara konkurrenskraftiga.

Slutligen är många konsultbolag projektbaserade, vilket innebär att de har perioder med hög aktivitet och andra perioder med låg aktivitet. Detta kan leda till ojämn lönsamhet över tid, eftersom företaget kan ha svårt att hålla en jämn belastning på sina konsulter och därmed inte kunna utnyttja sin fulla kapacitet.

Möjligheter

Hållbarhetstrenden

Hållbarhetstrenden är stark i samhället, och för att vi ska nå klimatmålen måste både samhälle och industri ställa om från ändliga energikällor som olja och gas till förnybara energikällor som sol- och vindkraft. Sverige har jämförelsevis höga ambitioner, och Eurocon har lång erfarenhet av delaktighet i sådana projekt. På bolagets kapitalmarknadsdag på Spotlight Next 2022 berättade VD att hållbarhetsarbetet genomsyrar alla projekt de är involverade i¹⁸. Bolaget har tidigare varit delaktiga i uppförandet av vindparker och solcellsanläggningar, och har således stor kunskap när det kommer till förnybar energi. Kunskapen hos bolagets konsulter ökar för varje genomfört projekt, och antalet

projekt inom förnybar energi kommer troligtvis fortsätta öka i framtiden. Vi bedömer att Eurocon är rätt positionerade att fortsätta vara en attraktiv samarbetspartner för sina kunder inom området.

Energikommissionen har som mål att halvera den totala energianvändningen i Sverige till 2030¹⁹. Detta mål kräver omfattande effektiviseringar av energiproduktion och -användning. Även här är Eurocon rätt positionerade, och de har lång erfarenhet av energieffektivisering inom industrin och tillhandahåller tjänster för energieffektivisering inom samtliga branscher de är verksamma inom.

Något som ytterligare driver på takten i den gröna omställningen är den pågående energikrisen i Europa. Rysslands invasion av Ukraina har fått EU att inse att det är ohållbart att den europeiska energiförsörjningen är beroende av rysk olja och gas. För att avsluta EU:s beroende av ryska fossila bränslen har den Europeiska Kommissionen presenterat REPowerEU-planen, som bland annat innefattar åtgärder för utbyggnaden av förnybar energi för att ersätta fossila bränslen i hem, industri och elproduktion. Vi tror att dessa åtgärder kommer snabba på den redan starka trenden mot förnyelsebar energi ytterligare.

Sammantaget bedömer vi att Eurocon är rätt positionerade för att möta de utmaningar deras kunder står inför när det kommer till förnyelsebar energi och energieffektivisering. De kan erbjuda sina kunder lösningar inom båda dessa områden, och det finns troligtvis synergier områdena emellan. Vi bedömer att dessa projekt inom dessa områden kommer vara en stark tillväxtmotor för bolaget under kommande år.

Den gröna omställningen i Norrland

Den gröna omställningen har börjat i Sverige, och det är Norrland som står längst fram. De kommande åren skall över 1100 miljarder investeras och satsningarna beräknas skapa 20 000 nya arbetstillfällen. Det rör sig bland annat om satsningar på förnyelsebar energi och grönt stål²⁰.

Detta är något som VD Peter Johanson talade om på kapitalmarknadsdagen, och han nämner bland andra LKAB, H2 Green Steel, Nortvolt och SBAB som intressanta affärspartners i framtiden.

Vi anser att detta är en mycket stor möjlighet för Eurocon, och att bolagets tjänster kommer vara eftertraktade i många av de projekt som ska genomföras. Om man bara lyckas ta del av en liten del av de enorma summor som skall investeras kan det vara mycket lönsamt, och bidra med stark tillväxt för bolaget.

Förvärv

Eurocon har en historik av att förvärva bolag av olika storlek, som 2013 års förvärv av Automation West AB med 6 anställda, 2017 års förvärv av KLT Konsult med ungefär 40 anställda, och 2019 års förvärv av pidab med 24 anställda.

Enligt VD Peter Johansson är bolaget för närvarande intresserade av att förvärva ett bolag med upp till 60 anställda, och han säger att bolaget troligen kommer att finansiera förvärvet med den befintliga kassan¹⁸.

I och med den generellt svagare ekonomiska miljön på börsen och i onoterad miljö tror vi att förvärv kan vara en möjlighet för Eurocon att få en bra prislapp på bolag de är intresserade av. Det är dock viktigt att påpeka att vi ser detta som en option och inte räknar med att något förvärv kommer att ske i våra estimat.

Hot

Konkurrens

Eurocon konkurrerar direkt och indirekt med en rad andra industrikonsulter. Bland de större börsnoterade bolagen hittar vi Sweco och AFRY, och bland de mindre bolagen hittar vi Projektengagemang och Semcon som nyligen blev uppköpta från börsen av Ratos.

Ett problem med en hårt konkurrensutsatt marknad är att det är svårt att sticka ut i mängden och skilja sig från konkurrenterna. Varför ska man välja Eurocon när man kan vända sig till en av de större mer välkända konkurrenterna? En annan utmaning är att hög konkurrens kan orsaka prispress. Om det finns många aktörer som erbjuder samma tjänst finns risken att företagen tvingas sänka sina priser för att konkurrera, vilket i sin tur påverkar lönsamheten negativt.

Attrahera duktiga konsulter

Eurocons största resurs är deras konsulter, och de utgör grunden för hela verksamheten. De utför arbetet hos kunden och är därmed ansiktet utåt för företaget. Om konsulterna inte är kompetenta kommer inte kunden bli missnöjd, och kommer inte vilja samarbeta med bolaget i framtiden.

Att rekrytera kompetent personal är utmanande eftersom Eurocon tävlar om talangen med sina konkurrenter. För att locka till sig de bästa konsulterna anser vi att bolaget bör erbjuda en konkurrenskraftig lön och bra arbetsvillkor, men även vara ett företag med ett gott rykte som folk är stolta att arbeta för. Efter en rekrytering är det också viktigt att ha incitament för att behålla och utveckla de anställda i företaget. Om bolaget inte lyckas med detta finns det en risk för att personalomsättningen ökar, vilket kan bli kostsamt för bolaget.

Under 2021 var medelåldern för anställda i bolaget 47,4 år¹⁶. VD Peter Johansson nämnde på bolagets kapitalmarknadsdag 2022 att det finns en del pensionsavgångar som kommer att ske inom en snar framtid. Han pratade också om att företaget håller på att föryngra sig och att målet är att rekrytera yngre personer direkt från skola, och vi anser att detta är en bra strategi för bolaget att följa. Genom att rekrytera duktiga medarbetare tidigt i deras karriär kan bolaget få tag på de bästa medarbetarna, och förhoppningsvis väljer de att stanna i bolaget länge.

En annan risk vi ser när det kommer till konsulterna är att företagen de arbetar åt vill anställa dem efter ett väl utfört arbete. För att minimera den här risken kan Eurocon erbjuda sina anställda attraktiva villkor och förmåner, som vi tidigare har diskuterat.

Vikande konjunktur

Flera bedömare anser att vi står inför en djup lågkonjunktur. i Konjunkturinstitutet prognos för konjunkturen som släpptes i september 2022 bedömes det att lågkonjunkturen står inför dörren 2023, främst drivet av den höga inflationen²¹.

Eurocon, som är en industri- och teknikkonsult, är naturligtvis känslig för förändringar i ekonomin. Om Eurocons kunder har det svårt och måste sänka sina kostnader kan de lätt välja att minska på olika typer av konsulter, vilket kan påverka Eurocon negativt. Samtidigt tror vi att Eurocons fokus på hållbarhet är en fördel, och att många av deras tjänster anses vara nödvändiga snarare än önskvärda. Förhoppningsvis kan detta tillsammans med det stora investeringsbehovet i Norrland dämpa effekterna av en ekonomisk nedgång något.

Värdering

Finansiell ställning

Eurocon hade vid utgången av Q3'22 en kassa på 26,8 MSEK och räntebärande skulder 20,4 MSEK vilket ger en nettokassa på 6,4 MSEK. Bolaget genererar även ett positivt fritt kassaflöde, och risken för att de behöver ta in pengar i närtid bedömer vi som låg. Sammantaget anser vi att bolaget har en stark finansiell ställning.

Finansiella mål

Bolagets finansiella mål är att EBITA-Marginalen ska överstiga 10 %. Aktieutdelningen ska motsvara minst 50 % av koncernresultatet efter skatt exklusive reavinster men hänsyn ska tas till företagets finansiella ställning och kapitalbehov, där en soliditet på drygt 40 % skall uppnås. Bolaget har även som målsättning att växa omsättningen med 10 % årligen, både organiskt och genom förvärv.

R12

R12					
Omsättning	331,0 MSEK	EV/S	0,9		
EBIT	36,5 MSEK	EV/EBIT	8,4		
Vinst	28,5 MSEK	P/E	11,0		
FCF	31,2 MSEK	EV/FCF	9,9		
Utdelning	0,4 SEK	Direktavkastning	5,6%		

Historiska nyckeltal

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF	Direktavkastning
Snitt 3 år	0,9	20,0	22,1	8,9	5,2%
Snitt 5 år	1,0	16,8	18,7	13,1	4,2%
Snitt 7 år	0,9	15,1	17,7	neg	4,6%

Estimat

Antal aktier	43 627 279
Aktiekurs	7,22 SEK
Börsvärde	314,9 MSEK
Nettokassa/Nettoskuld	-6,4 MSEK
Enterprise value	308,5 MSEK

(MSEK)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Nettoomsättning	290,7	336,0	360,0	383,0	405,0	425,0
% y-o-y	18,2%	15,6%	7,1%	6,4%	5,7%	4,9%
<i>EV/S</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>
Rörelsekostnader	264,4	301,0	321,0	342,0	362,0	379,0
% y-o-y	14,0%	13,8%	6,6%	6,5%	5,8%	4,7%
Rörelseresultat	26,3	35,0	39,0	41,0	43,0	46,0
% y-o-y	92,0%	33,1%	11,4%	5,1%	4,9%	7,0%
<i>Rörelsemarginal</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,8%</i>
<i>EV/EBIT</i>	<i>10,3</i>	<i>8,8</i>	<i>7,9</i>	<i>7,5</i>	<i>7,2</i>	<i>6,7</i>
Vinst	20,3	30,0	32,0	34,0	36,0	38,0
% y-o-y	105,1%	47,8%	6,7%	6,3%	5,9%	5,6%
<i>Vinstmarginal</i>	<i>6,98%</i>	<i>8,93%</i>	<i>8,89%</i>	<i>8,88%</i>	<i>8,89%</i>	<i>8,94%</i>
<i>P/E</i>	<i>13,8</i>	<i>10,5</i>	<i>9,8</i>	<i>9,3</i>	<i>8,7</i>	<i>8,3</i>

För att värdera Eurocon estimerar vi bolagets resultaträkning fram till 2026, och applicerar sedan en vinstmultipl vi anser vara rimlig. I Eurocons fall har vi valt att värdera bolaget till 13 gånger vinsten, vilket är betydligt lägre än snittvärderingen de senaste tre, fem och sju åren. Värderingarna har generellt sjunkit på börsen under 2022, och vi anser att snittvärderingen de senaste åren varit för hög. Vi tycker däremot att bolagets stabila historik och faktumet att de varit lönsamma sedan börsintroduktion gör att bolaget förtjänar att värderas högre än vad det gör idag.

	Värdering			
	Multipl	Vinst 2026E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2026E	13	38,0	494	11,3
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	<i>13</i>	<i>26,6</i>	<i>345,8</i>	<i>7,9</i>

Nedan kan vi se potentiell avkastning för 2026E 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
2026E	1,6	57%	9,4%	1,1	9,8%	1,9%

Nedan följer en känslighetsanalys där man kan följa vad som händer med den potentiella avkastningen beroende på vilken vinstmultipl som appliceras.

Känslighetsanalys						
Huvudscenario 2026E				Säkerhetsmarginal (30%)		
VINSTx	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	380,0	8,7	20,7%	266,0	6,1	-15,5%
12	456,0	10,5	44,8%	319,2	7,3	1,4%
13	494,0	11,3	56,9%	345,8	7,9	9,8%
14	532,0	12,2	68,9%	372,4	8,5	18,3%
15	570,0	13,1	81,0%	399,0	9,1	26,7%

Huvudscenario

I vårt huvudscenario räknar vi inte med att vi går in i en kraftig recession, utan att efterfrågan inom industrin fortsätter hålla sig på skapliga nivåer. Vi räknar med att Eurocon växer omsättningen med lite över 15 % 2022, och att tillväxttakten sedan avtar på grund av svårare jämförelsetal. Vi tror att Eurocon kommer kunna fortsätta växa hyggligt efter 2022, och att andelen intäkter från projekt inom hållbarhet och förnyelsebar energi kommer utgöra en större del av total omsättning. Vi estimerar att rörelse- och vinstmarginal kommer ligga någonstans i mitten av det historiska intervallet.

Pessimistiskt scenario

I ett pessimistiskt scenario så går vi in i en kraftig lågkonjunktur 2023, vilket vi bedömer påverkar Eurocons kunder kraftigt. De behöver genomföra kraftiga kostnadsbesparingsprogram, och en del i detta är att skära ner på utgifter för konsulter. Detta påverkar Eurocons omsättningstillväxt kraftigt, och blir det tillräckligt illa kan omsättningen minska de kommande åren. Detta påverkar självklart resten av resultaträkningen och estimaten framåt. I ett sådant scenario ser vi en nedsida i aktien från dagens nivåer.

Optimistiskt scenario

I ett optimistiskt scenario är oron för lågkonjunkturen överdriven, och vi går in i en mild recession och återhämtar oss snabbt. Vi underskattar även effekten av investeringsbehovet i Norrland, och tillväxten för Eurocon ökar kraftigt främst kopplat till detta. I ett sådant scenario ser vi en fin uppsida i aktien från dagens nivåer.

Källor

1. [EUROCON Årsredovisning 2019 \(e-magin.se\)](#)
2. [Branschrappport 2022: Innovationsföretag i Sverige](#)
3. [BNP från användningssidan, försörjningsbalans efter användning, aggregerad. År 1950 - 2020. PxWeb \(scb.se\)](#)
4. [Om oss | AFRY](#)
5. [Om Sweco Sverige - Sveco Sverige](#)
6. [Mer om oss | Rejlers](#)
7. [Eurocons Historia | Eurocon](#)
8. [Eurocon - Nyckeltal, aktiekurs | Börldata \(borsdata.se\)](#)
9. [Företagsledning | Eurocon](#)
10. [\(588\) Holdings | Eurocon Consulting | Ägare](#)
11. [Projekt | Eurocon](#)
12. [Process | Eurocon](#)
13. [Säkerhet | Eurocon](#)
14. [Specialistkompetens | Eurocon](#)
15. [Informationssystem | Eurocon](#)
16. [EUROCON Årsredovisning 2021 \(e-magin.se\)](#)
17. [Eurocon Consulting AB: Pråspekt avseende nyemission samt inför listning på Aktietorget](#)
18. [Eurocon Kapitalmarknadsdagen i Stockholm SpotlightNext 2022/11/24 - YouTube](#)
19. [Agenda 2030 | Mål 7 | Hållbar energi för alla - Regeringen.se](#)
20. [Rapport från samordnaren för samhällsomställning vid större företagsetableringar och företagsexpansioner i Norrbotten och Västerbotten](#)
21. [Konjunkturläget September 2022: Konjunkturinstitutet](#)

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 förknippat med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning.

Kalqyl och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag under de två arbetsdagar som följer efter publicerad analys. Analytikern Jakob Fritz äger inga aktier i det analyserade bolaget.