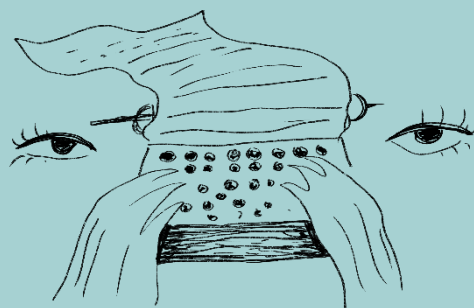


Eurocon Consulting

Rapportkommentar Q4'22 & Bud



Bolaget redovisade en ökad omsättning och vinst i kvartalet. Kvartalet i siffror:

- Nettoomsättningen uppgick till 95,2 MSEK (87,9)
- EBIT uppgick till 12,5 MSEK (8,8).
- EBIT-marginalen uppgick till 13,1 % (10,1)
- Vinsten uppgick till 9,2 MSEK (6,7)
- Vinst per aktie uppgick till 0,21 (0,15)

Eurocons rapport för fjärde kvartalet kom in starkare än vi förväntat oss på alla punkter. Nettoomsättningen ökade med 8,3 % y-o-y i kvartalet och 16,5 % för helåret 2022. EBIT ökade med 42,0 % y-o-y i kvartalet och 52,9 % för helåret 2022. Vinsten ökade med 37,3 % y-o-y i kvartalet och 54,4 % för helåret 2022.

Bolagets starka utveckling är hänförligt att fler kunder kunnat debiteras, att antalet konsulter ökat, och att starten av dotterbolaget Eurocon Sydväst AB varit lyckad.

Den 20 februari 2023 lämnade Rejlers ett kontant uppköpserbjudande på Eurocon. Budet är på 10,75 kronor per aktie, vilket utgör en premie om drygt 34,4 % jämfört med stängningskursen om 8,0 kronor den 17 februari 2023. Vi anser att budet är bra, och tror det kommer gå igenom.

Rapporten kom in något bättre än våra estimat för Q4'22, och likaså helåret 2022, både avseende nettoomsättning och EBIT. Vi väljer att göra vissa justeringar i våra estimat framöver.

Key stats

| | |
|---------------|-----------------|
| Lista | Spotlight |
| Ticker | EURO |
| VD | Peter Johansson |
| Aktiekurs | 10,65 SEK |
| Börsvärde | 462,4 MSEK |
| Antal ägare | 1 805 |
| Insiderägande | 15,8% |



Analytiker

Jakob Fritz

jakob.fritz@kalqyl.se

Key Insights



Historik

Eurocon har en stabil finansiell historik och har visat lönsamhet sedan det noterades på börsen 2007. Bortsett från några mindre svackor har bolaget lyckats öka sin omsättning och vinst varje år, vilket även var fallet i Q4'22.



Rekordkvartal

Eurocon redovisade ett rekordkvartal, och lyckades slå våra förväntningar på alla punkter. Man slår även rekord i antalet anställda konsulter, och VD Peter Johansson ser positivt på framtiden.



Budet i linje med motiverat värde

Budet från Rejlers är i linje med vårt motiverade värde för Eurocon på kort sikt. Styrelsen rekommenderar budet och flera stora aktieägare har accepterat. Vår tro är därför att budet kommer gå igenom.

“Sammanfattningsvis så är jag riktigt nöjd med både kvartalet och helåret som har varit på topp. Vi jobbar kontinuerligt med rekrytering av nya medarbetare, erfarna såväl som nyexaminerade inom samtliga discipliner och till samtliga orter”

- VD Peter Johansson

Investeringscase

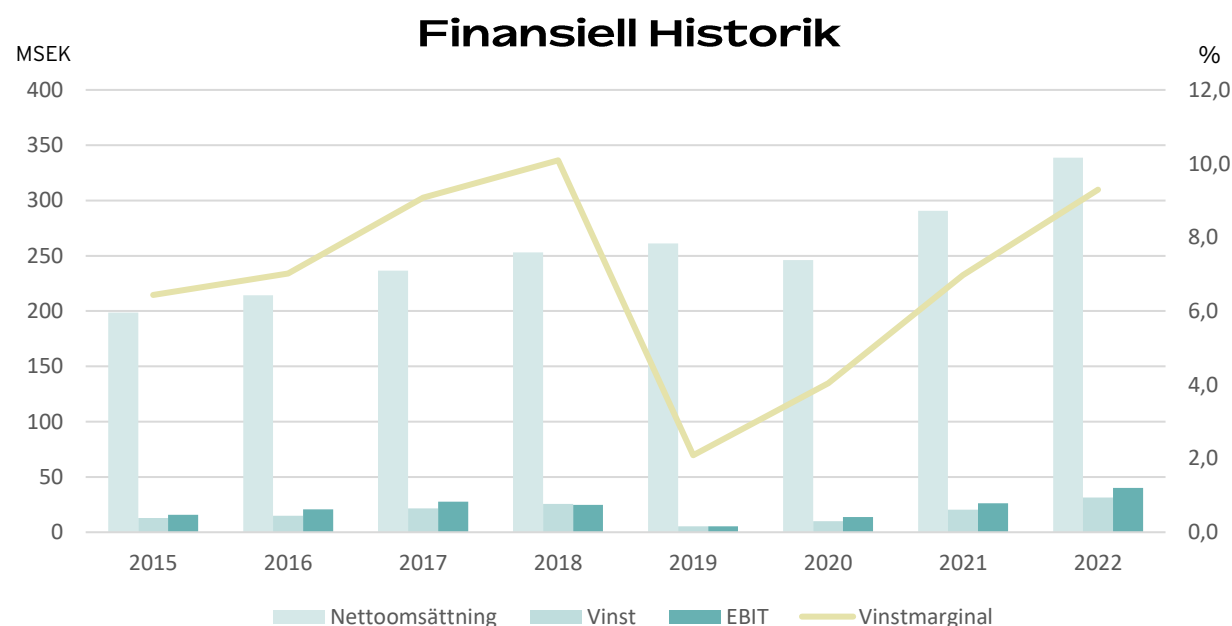
- Stabil historik av omsättnings- och vinsttillväxt
- Låg värdering
- Exponering mot megatrender
- Stark position i Norrland där investeringsbehovet är stort under kommande år
- Växande marknad
- Bud från Rejlers i linje med vårt motiverade värde
- Vi tror att budet kommer gå igenom

Rekordkvartal

Eurocon levererade ett rekordkvartal, där omsättning, EBIT och vinst kom in högre än vi hade estimerat. I tabellen nedanför listas våra estimat och det faktiska utfallet.

| (MSEK) | 2022 | 2022E | Diff |
|-----------------|-------|-------|------|
| Nettoomsättning | 338,6 | 336,0 | +2,6 |
| EBIT | 40,2 | 35,0 | +5,2 |
| Vinst | 31,5 | 30,0 | +1,5 |

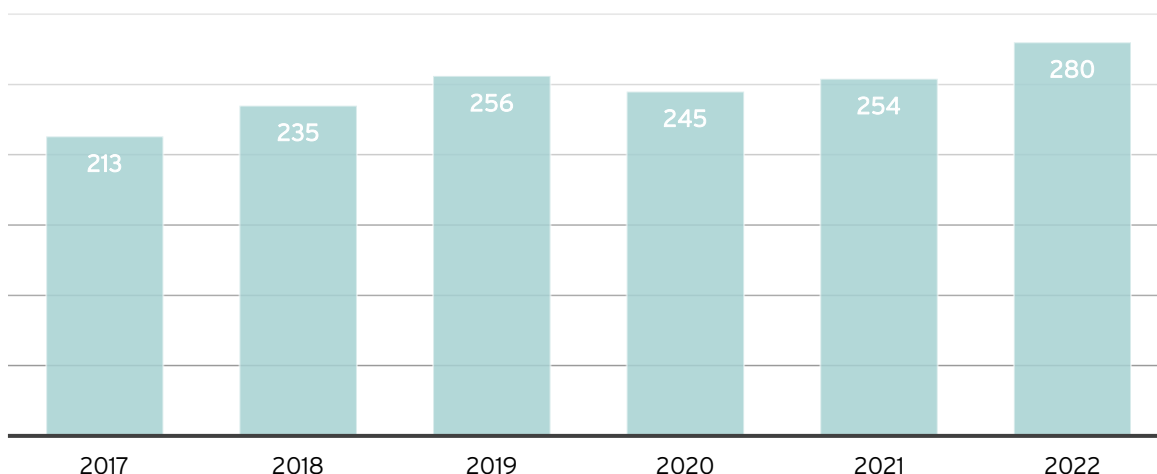
Omsättningen ökade med 8,3 % till 95,2 MSEK (87,9) för kvartalet och, och med 16,5 % till 338,6 MSEK (290,7) för helåret. EBIT ökade med 42,0 % till 12,5 MSEK (8,8) för kvartalet och, och med 52,9 % till 40,2 MSEK (26,3) för helåret. Rörelsemarginalen ökade till 13,1 % (10,1) för kvartalet och 11,9% (9,1) för helåret. Slutligen ökade bolagets vinst efter skatt med 37,3 % till 9,2 MSEK (6,7) för kvartalet, och med 54,4 % till 31,5 MSEK (20,4) för helåret.



Ökningen i omsättning och resultat berodde på flera olika faktorer. Eurocon har sett en ökad debiteringsgrad, vilket innebär att bolaget fakturerat en högre del av den totala arbetstiden eller arbetstimmar som deras anställda spenderat på projekt. Bolaget förklarar inte varför debiteringsgraden ökat, men det kan bero på flera olika faktorer som exempelvis kundernas betalningsvilja, anställdas produktivitet eller effektiviteten i faktureringsprocessen.

Eurocon har även rekryterat nya medarbetare, vilket gjort att kapaciteten ökat och att de kunnat fakturera flera timmar. I tillägg uppger bolaget att de letar efter nya medarbetare inom samtliga områden på alla orter de är aktiva. Vi anser att detta tyder på starkt momentum i affären, och att bolaget ser en stark efterfrågan på sina tjänster framöver.

Medelantalet anställda



Slutligen meddelade bolaget att deras egenutvecklade programvara SiteBase uppvisar stark tillväxt i kvartalet (visserligen från låga nivåer). SiteBase levererar en omsättning på 17,1 MSEK (12,7 MSEK) med en EBIT på 3,0 MSEK (0,04 MSEK). Detta sker med en EBIT-marginal om 17,6 procent (0,3 procent) för helåret. Vi tycker det är spännande att försäljningen av SiteBase har börjat ta fart. Eftersom SiteBase är en programvara, så är dess skalbarhet högre än Eurocons konsultverksamhet, vilket också avspeglas i en högre EBIT-marginal. För närvarande står SiteBase för 7,5 % av Eurocons totala EBIT, men om SiteBase fortsätter att växa och börjar utgöra en större andel av företagets omsättning, kan detta ha en positiv påverkan på bolagets totala marginal.

2023 och framåt

I rapporten uppger Eurocons VD Peter Johansson att bolaget har vunnit flera nya uppdrag av olika storlek och att deras orderböcker är fyllda. Han ser ingen inbromsning inom de segment som Eurocon är aktivt inom och kunderna fortsätter att investera och initiera nya projekt. Konjunkturläget och kriget i Ukraina har inte direkt påverkat koncernens verksamhet och bolaget har inte heller fått några indikationer från sina kunder om att detta kommer att ske i närtid.

Med tanke på det starka kvartalet bolaget har bakom sig och VD:s optimism om framtiden bedömer vi att Eurocon har ett starkt 2023 framför sig. Vi tror att tillväxten framöver kommer att drivas av den starka hållbarhetstrenden i samhället där industrin ska ställa om från fossila till förnyelsebara bränslen. Vi tror även att den gröna industriella omställningen i Norrland kommer att vara starkt bidragande till Eurocons tillväxt. Under de kommande åren ska det investeras över 1 100 miljarder svenska kronor i bland annat förnyelsebar energi, grönt stål och brytning av gröna metaller, och vi tror att Eurocon med sin starka position i Norrland har goda möjligheter att ta en del av denna marknad.

I slutet av februari går VD Peter Johansson i pension, och den 1 mars tillträder nuvarande Vice VD Robert Bylin på VD-posten.

Bud

Det svenska konsultbolaget Rejlers lämnade den 20 februari 2023 ett offentligt uppköpserbjudande om att förvärva alla aktier i Eurocon. Erbjudandet är på 10,75 kronor per aktie, vilket innebär ett totalt värde för bolaget på cirka 469 miljoner kronor. Budet innebär en premie på drygt 34,4 % jämfört med Eurocons stängningskurs på 8,0 kronor per aktie fredagen den 17 februari 2023. Budet motsvarar en värdering på drygt 1,4x omsättningen, och 14,9x vinsten för Eurocons siffror 2022.

Eurocons styrelse har enhälligt beslutat att rekommendera aktieägarna att acceptera budet, och tre stora aktieägare inklusive styrelseledamöterna Christer Svanholm och Ulf Rask med ett sammanlagt innehav om cirka 45,8 % av aktierna och rösterna har valt att tacka ja till erbjudandet.

I våra reviderade estimat räknar vi med att Eurocon gör en vinst på 35 MSEK 2023. Om vi applicerar en vinstmultipel om 13x likt i värderingsavsnittet får vi en motiverad aktiekurs om 10,4 SEK vilket är marginellt mindre än budet på 10,75 SEK, och 10,65 SEK som aktien står i just nu.

| | Värdering | | | |
|-------|-----------|-------------|------------------|----------------|
| | Multipel | VINST 2023E | Börsvärde (MSEK) | Aktiekurs (kr) |
| 2023E | 13 | 35,0 | 455 | 10,4 |

Med tanke på att styrelsen rekommenderar aktieägarna att acceptera budet, och att flera stora aktieägare redan gjort så är vår bedömning att budet kommer gå igenom. Vidare är kursen i skrivande stund väldigt nära budkursen, vilket indikerar att även marknaden tror att budet kommer gå igenom.

Det har skett flera uppköp konsultbolag det senaste året, där exempelvis Semcon köptes av Ratos i 2022. Vi ser det därför inte som en omöjlighet att det skulle kunna komma ett högre konkurrerande bud från en annan spelare, även om detta självklart inte är något man skall räkna med.

Trots att vi anser att budet är bra, så hade vi gärna velat se vad bolaget hade kunnat åstadkomma själva på lite längre sikt. Vi anser att bolaget har en ljus framtid, och i vårt huvudscenari för 2026E ser vi trots den senaste tidens kursrusning en uppsida i aktien. Det är därför med blandade känslor vi ser budet från Rejlers.



Värdering

Finansiell ställning

Eurocon hade vid utgången av Q4'22 en kassa på 29,8 MSEK och räntebärande skulder (inkl. leasingkulder) 21,3 MSEK vilket ger en nettokassa på 8,5 MSEK, vilket är något högre än vid utgången av föregående kvartal. 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.

Estimat

| | |
|-----------------------|------------|
| Antal aktier | 43 627 279 |
| Aktiekurs | 10,65 SEK |
| Börsvärde | 464,6 MSEK |
| Nettokassa/Nettoskuld | -8,5 MSEK |
| Enterprise value | 456,1 MSEK |

| (MSEK) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Nettoomsättning | 338,6 | 375,0 | 405,0 | 431,0 | 455,0 |
| % y-o-y | 16,5% | 10,8% | 8,0% | 6,4% | 5,6% |
| <i>EV/S</i> | <i>1,3</i> | <i>1,2</i> | <i>1,1</i> | <i>1,1</i> | <i>1,0</i> |
| Rörelsekostnader | 298,6 | 330,5 | 357,0 | 379,5 | 401,0 |
| % y-o-y | 12,3% | 10,7% | 8,0% | 6,3% | 5,7% |
| Rörelseresultat | 40,2 | 44,5 | 48,0 | 51,5 | 54,0 |
| % y-o-y | 52,6% | 10,7% | 7,9% | 7,3% | 4,9% |
| <i>Rörelsemarginal</i> | <i>11,9%</i> | <i>11,9%</i> | <i>11,9%</i> | <i>11,9%</i> | <i>11,9%</i> |
| <i>EV/EBIT</i> | <i>11,4</i> | <i>10,3</i> | <i>9,5</i> | <i>8,9</i> | <i>8,4</i> |
| Vinst | 31,5 | 35,0 | 37,5 | 40,0 | 42,5 |
| % y-o-y | 54,4% | 11,1% | 7,1% | 6,7% | 6,3% |
| <i>Vinstmarginal</i> | <i>9,3%</i> | <i>9,3%</i> | <i>9,3%</i> | <i>9,3%</i> | <i>9,3%</i> |
| <i>P/E</i> | <i>14,8</i> | <i>13,3</i> | <i>12,4</i> | <i>11,6</i> | <i>10,9</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.

| Värdering | | | | |
|-------------------------|---------|-------------|------------------|----------------|
| | Multipl | VINST 2026E | Börsvärde (MSEK) | Aktiekurs (kr) |
| 2026E | 13 | 42,5 | 552,5 | 12,7 |
| Säkerhetsmarginal (30%) | 13 | 29,75 | 386,75 | 8,9 |

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 | 1,2 | 19% | 4,4% | 0,8 | -16,8% | -4,5% |

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 | 425,0 | 9,7 | -8,5% | 297,5 | 6,8 | -36,0% |
| 12 | 510,0 | 11,7 | 9,8% | 357,0 | 8,2 | -23,2% |
| 13 | 552,5 | 12,7 | 18,9% | 386,8 | 8,9 | -16,8% |
| 14 | 595,0 | 13,6 | 28,1% | 416,5 | 9,5 | -10,4% |
| 15 | 637,5 | 14,6 | 37,2% | 446,3 | 10,2 | -4,0% |

Främsta risker:

- Faller budet lär aktiekursen studsa tillbaka kortsiktigt
- Ny VD som ska sätta sin prägel på bolaget
- Kraftig lågkonjunktur
- Hård konkurrens om duktiga konsulter
- Konkurrens från andra större industrikonsulter

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 från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Analytikern Jakob Fritz äger inga aktier i det analyserade bolaget.