

## Starkt andra kvartal över målsättningen

### Högre beläggning bakom tvåsiffrig tillväxt

Eurocon redovisade en nettoomsättning för det andra kvartalet 2021 om 74,6 MSEK, jämfört med 65,5 MSEK under samma tidsperiod föregående år. Det resulterar i en imponerande tillväxt om 13,9 procent jämfört med andra kvartalet 2020 och 8,4 procent jämfört med föregående kvartal. Omsättningstillväxten drivs av en högre beläggning till följd av en större återhämtning av investeringsviljan inom industrin. Ledningens positiva tongångar ger tecken på att återhämtningen i marknaden kommer att fortsätta även in i kommande kvartal.

### Lönsamheten åter över marginalmålet

Eurocon lyckas leverera en rörelsemarginal överstigande bolagets marginalmål om 10 procent, vilket tydligt visar att resultatfokuset ger resultat. Rörelseresultatet uppgick till 8,1 MSEK under kvartalet, att jämföra med 6,5 MSEK under andra kvartalet 2020. Det är en klar förbättring där rörelseresultatet ökade med 24,6 procent. Lägg därtill att det inte erhållits några statliga stöd under 2021 vilket jämförelseperioden inkluderar. Rörelsemarginalen för kvartalet uppgick till hela 10,9 procent.

### Expanderar personalstyrkan ytterligare

Den återhämtningen vi såg i industrin under det första kvartalet följde även med in i andra kvartalet. Det syns tydligt i den starka orderingången bolaget rapporterade samt en högre beläggning vilket mynnade ut i att omsättningen per anställd är åter tillbaka på tidigare toppnivåer. Den rekryteringsprocess som inleddes i början av 2021 har fortsatt i hög takt likt det första kvartalet. Under det andra kvartalet expanderade personalstyrkan med hela 26 nya medarbetare. Med avstamp i positiva tongångar från ledningen, en tilltagande investeringsvilja inom industrin ser vi att Eurocon är väl positionerade inför året 2021, återhämtningens år.

### Höjd rikkurs till 6,80 kronor

Vi tycker oss se flera indikationer som visar på en återhämtning i industrin och att Eurocon är väl förberedda för att möta denna högre efterfrågan. Rapporten kommer även in en bit över vad vi väntat oss varpå vi justerar upp våra prognoser något. Räknat på en omsättning om 292 miljoner kronor och en rörelsemarginal om 9,3 procent ser vi en rikkurs på 6,8 kronor per aktie 2022. Det innebär en värdering om 11 gånger EV/EBIT och 1,0 gånger EV/Sales 2022.

### Eurocon Consulting

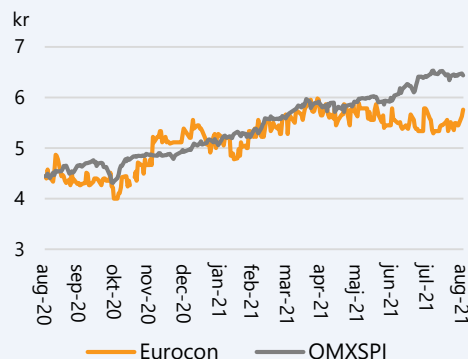
#### Rapportkommentar – Q2 2021

Datum 2 september 2021  
Analytiker Erik Pilbackes

#### Basfakta

Bransch Teknisk konsulting  
Styrelseordförande Richard Hellekant  
Vd Peter Johansson  
Noteringsår 2007  
Listning Spotlight Stock Market  
Ticker EURO  
Aktiekurs 5,48 kr  
Antal aktier, milj. 43,6  
Börsvärde, mkr 239  
Nettoskuld, mkr 0,8  
Företagsvärde (EV), mkr 240  
Webbplats [www.eurocon.se](http://www.eurocon.se)

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020	2021p	2022p
Omsättning	261	246	270	292
Rörelseres. (ebit)	5	14	24	27
Resultat f. skatt	6	13	24	27
Nettoresultat	5	10	19	22
Vinst per aktie	0,12 kr	0,22 kr	0,45 kr	0,50 kr
Utd. per aktie	0,20 kr	0,20 kr	0,22 kr	0,25 kr
Omsättningstillväxt	3,3%	-5,8%	9,9%	8,0%
Rörelsemarginal	1,8%	5,6%	8,9%	9,3%
P/e-tal	47,5	24,4	12,3	11,1
EV/ebit	45,8	17,5	9,9	8,8
EV/omsättning	0,92	0,98	0,89	0,82
Direktavkastning	3,6%	3,6%	4,1%	4,5%

Källa: Bolaget, Analysguiden

## Investeringsstes

### Hållbar affär lockar

Eurocons affärsidé fokuserar på hållbarhet och genomsyras av ett effektivare nyttjande av naturresurser. Samhällstrenden är tydlig och skapar ett ökat behov av Eurocons lösningar. Bland annat har den statliga energikommissionen en målsättning om att halvera användningen till 2030. Vidare sjösatte europeiska skogsnäringen en gemensam bioekonomisk forskningsagenda under november 2019 som ligger i linje med Eurocons verksamhet. Dessa trender mot ett effektivare resursutnyttjande bäddar för en långsiktig, hållbar tillväxt för bolaget.

### Stark historik

Sedan 2004 har Eurocon aldrig redovisat förlust på helårsbasis och konsultbolaget har också haft en tendens att återhämta sig snabbt efter ekonomiska kriser. Bolaget redovisade bland annat en rörelsemarginal under 2007 och 2008 på 4,4 respektive 7,0 procent. Även försäljningen uppvisar liknande tendenser. Under finanskrisen minskade försäljningen med drygt 20 procent för att snabbt återhämta sig de kommande två åren. Historiskt har konjunktur nedgångar skapat bra köplägen i Eurocon och vi tror inte att denna gång är ett undantag.

### Minskat beroende av storkunder

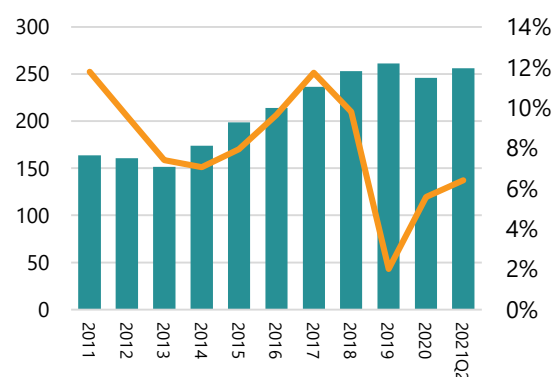
Eurocons verksamhet har under perioder varit beroende av större enskilda projekt. Som ett resultat av detta har både försäljning och lönsamhet haft en tendens att straffas då större projekt avslutas. På sikt bör beroendet av enskilda större kunder minska. Det är också en trend som syns i bolaget, där den största enskilda kunden under 2018 motsvarade 33 procent av den totala försäljningen. Det kan jämföras med dagens förutsättningar, där ingen kund utgör mer än 10–12 procent av bolagets samlade försäljning. Det minskade storkundsberoendet ökar stabiliteten i Eurocons affär över tid och minskar volatiliteten i bolagets intjäning.

### Värderas försiktigt

Ställt mot en grupp konkurrenter ser Eurocon relativt lågt värderat ut. Sett som ett genomsnitt över de senaste fem åren har Eurocon levererat en rörelsemarginal på cirka 7,8 procent, vilket är i linje med eller högre än konkurrenterna. Idag är koncernens värdering 0,92 gånger försäljningen, vilket är lägre än norska Multiconsult som värderas till en EV/sales-multipel på 1,5. Eurocons försäljning värderas också betydligt lägre än AFRY och Sweco. Baserat på den starka historiken är vår bild att bolagets värdering snarare bör ligga närmre konkurrenternas och att värderingsgapet bör minska på sikt. Bolaget ser därför ut att värderas försiktigt av marknaden.

## Stark historisk utveckling

Omsättning, Mkr (staplar, vä) & rörelsemarginal (linje, hö)

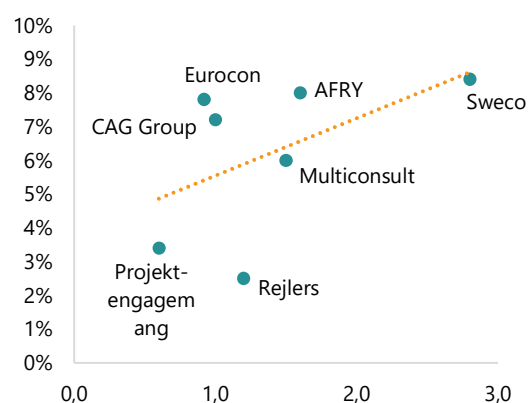


Källa: Bolaget, Analysguiden

Not: Rullande 12 månader för 2021 Q2

## Relativt lågt värderad i sektorn

EBIT-marginal, 5-års snitt och EV/Sales



Källa: Bolagen, Analysguiden

## Utfall och värdering

### Utfall klart bättre än väntat

Eurocons nettoomsättning för andra kvartalet 2021 kom in på 74,6 MSEK, vilket är klart över våra förväntningar om 70 MSEK. Det är en ökning med 13,8 procent mot föregående år, att jämföra med våra prognoser där vi räknat med en ökning om 6,8 procent. Nettoomsättningen är främst driven av förbättringar inom verksamhetssegmentet Engineering där omsättningen växte med 12,1 procent. Vi ser dock att organisationsförändringarna i syfte att effektivisera verksamheten inom produktförsäljning visar på en trendvändning. Nettoomsättningen för segmentet steg med hela 54 procent, dock från låga nivåer. Bolaget framhåller i rapporten att de ser en uppgång på underhållssidan hos kunderna, vilket indikerar en ökad produktförsäljning framöver.

### Verksamhetssegment, MSEK

	Q2 21	Q2 20	Förändring
<b>Engineering</b>			
Nettoomsättning	72,1	64,3	12,1%
Ebit	8,3	7,0	17,7%
<b>Produktförsäljning</b>			
Nettoomsättning	3,2	2,1	54,7%
Ebit	-0,2	-0,2	-

Källa: Bolaget

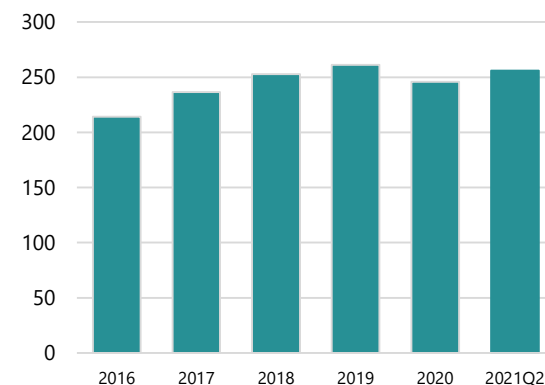
### Investeringsviljan ökar och verksamheten växer

Det beskrivs i rapporten att pandemin fortfarande har en negativ påverkan på verksamheten. Dock är läget förbättrat och det ser ut att fortsätta så. Bolaget har agerat proaktivt och letat lösningar för att förminska effekterna vilket bevisligen gett goda resultat och syns inte minst i det starka rörelseresultatet. Rörelseresultatet kom in på 8,1 MSEK, vilket är en klar förbättring jämfört med 5,8 MSEK som vi hade räknat med. Det ger en rörelsemarginal om 10,9 procent och är således över bolagets målsättning om 10 procent. Vi ser tydliga tecken på att det resultatfokus som genomsyrats i verksamheten börjar visa sig.

Den återhämtning vi såg under det första kvartalet fortsatte även in i det andra kvartalet med en tilltagande investeringsvilja inom industrisektorn. Gruv- och stålindustrin har även flaggat för stora investeringar i norra Sverige. Ett exempel är projektet Hybrit vars mål är att leverera världens första fossilfria stål år 2026. Eurocon är sedan innan etablerade i flera delar av projektet men livslängden för hela projektet sträcker sig till 2045 om det fullbordas och medför således god potential inför kommande nya uppdrag. Även Skogs- och Kemiindustrin står inför omfattande omställningar i syfte att utveckla

### Vändning i omsättning

Nettoomsättning, Mkr

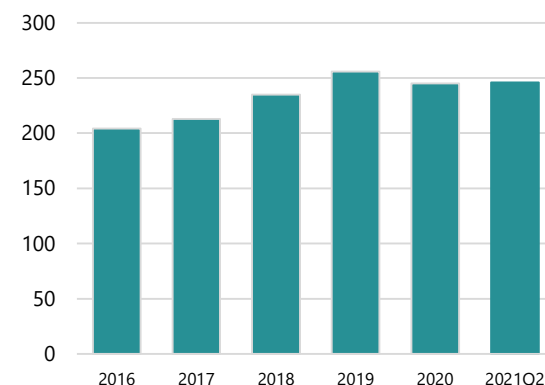


Källa: Bolaget

Not: Rullande 12 månader för 2021 Q2

### Expanderar personalstyrkan

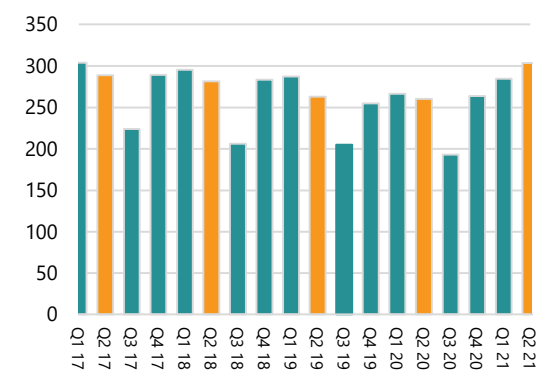
Medelantal anställda



Källa: Bolaget

### Ökande beläggningsgrad

Omsättning per anställd, Tkr



Källa: Bolaget

användningen av skogen som råvara. Som en effekt av de större investeringarna kommer energianvändningen att öka markant och effektivitetsbristen bli än mer påtaglig. Konsultuppdrag kopplade till energieffektivisering är ett område Eurocon ser kommer att växa till en betydligt större del av omsättningen än den är idag. Slutligen kommunicerar bolaget att man är involverade i flera större projekt och att de ser att fler kommer startas i närtid.

Vi ser att Eurocon står väl rustade inför kommande projekt med en stark förankring i norra delen av Sverige samt med goda relationer inom branschen från tidigare genomförda projekt. En hög efterfrågan på marknaden har följts av en större expansion av personalstyrkan där 26 nya medarbetare rekryterats under det andra kvartalet. Ett fortsatt arbete pågår även med rekrytering till kontoren där fokuset är att stärka sin position söderut. Sökandet av förvärvskandidater fortsätter för att ytterligare stärka personalstyrkan.

Sammantaget ser vi klart positivt på rapporten där det finns flera tecken på att investeringsviljan inom Eurocons marknadssegmentet håller på att återhämta sig. Lägg därtill att resultatfokuset ger goda effekter på lönsamheten, en ökande orderingång samt beläggning. Rapporten skänker förtroende till vår tes att 2021 är året det vänder för Eurocon.

## Värdering

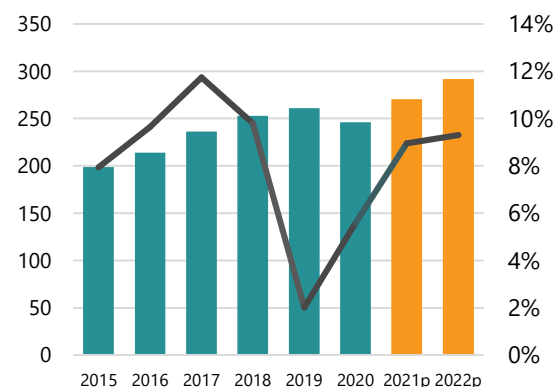
Vid värderingen av bolaget har vi tagit avstamp i en jämförelsevärdering där vi identifierat sex bolag inom konsultbranschen med en liknande verksamhet som Eurocon. Noteras bör, som alltid, att dessa bolag inte är perfekta peers. Av de jämförbara bolagen är det AFRY och Sweco som påminner mest om Eurocons verksamhet. Givet Eurocons relativt lilla storlek premieras dock AFRY och Sweco med en betydligt högre värdering. Utöver dessa har vi kompletterat jämförelsegruppen med ett antal mindre konsultbolag. En skillnad gentemot Eurocon är att dessa bolag inte befinner sig i en ”turn around fas” varpå vi räknar med en viss rabatt gentemot dessa bolag.

Under femårsperioden 2014–2018, det vill säga före bolagets motvindar som började under 2019, var Eurocons genomsnittsvärdering 10,2 gånger EV/EBIT och 1,08 gånger EV/Sales. Vår bedömning är att Eurocon bör värderas något högre än så och närmre värderingen för jämförelsegruppen. Mot den bakgrunden anser vi att en värdering motsvarande 11 gånger EV/EBIT och 1,0 gånger EV/Sales för 2022 är rimligt.

Vårt huvudscenario bygger på att Eurocon får upp beläggningen på konsulterna under 2021, samt att man fortsätter satsa på tillväxt. Vi räknar med en organisk tillväxt om 8,9 procent 2021 och 8 procent 2022. Det ger en försäljning på 292 miljoner kronor vid utgången av 2022. Vi räknar med en rörelsemarginal om 9,3 procent 2022. Det är strax under bolagets målsättning på 10 procent. För 2022 ser vi en

## Vändning i försäljning att vänta...

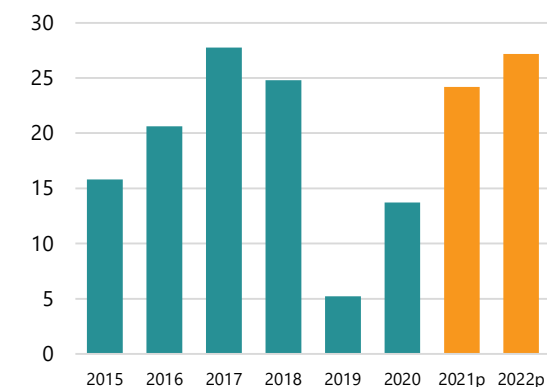
Omsättning, Mkr (vänster) & rörelsemarginal (höger)



Källa: Bolaget, Analysguiden

## ...och återhämtning i vinsten

Rörelseresultat, Mkr



Källa: Bolaget, Analysguiden

riktkurs på 6,8 kronor per aktie. Det motsvarar 11 gånger EV/Ebit och 1,0 gånger EV/Sales.

## Jämförbara bolag

	Marknadsvärde	Omsättning, LTM	Rörelseresultat, LTM	Rörelsemarginal, LTM	Rörelsemarginal.		EV/Sales, LTM	EV/EBIT, LTM	P/E, LTM
					genomsnitt 2015-2020				
<b>Sweco</b>	53 578	20 720	1 614	7,8%	8,4%	2,6	33,8	42,8	
<b>ÅF Pöyrö</b>	30 227	18 735	1 446	7,7%	8,1%	1,8	22,9	29,8	
<b>Multiconsult</b>	4 936	4 129	352	8,5%	6,0%	1,3	15,6	21,3	
<b>Rejlers</b>	2 831	2 516	87	3,4%	2,5%	1,2	35,5	54,5	
<b>Projektengagemang</b>	577	1 108	57	5,1%	3,4%	0,8	15,5	18,9	
<b>CAG Group</b>	499	553	38	6,9%	7,2%	0,8	12,2	17,5	
<b>Medelvärde</b>	15 441	7 960	599	6,6%	5,9%	1,2	22,6	30,8	
<b>Median</b>	3 883	3 323	219	7,3%	6,6%	1,2	19,3	25,5	
<b>Eurocon</b>	232	247	15	6,0%	7,5%	1,0	16,3	20,8	

Källa: Refinitiv

## Värderingsrisk

Vårt huvudscenario bygger på att investeringsviljan i ekonomin normaliseras och återgår till tidigare nivåer och att Eurocons försäljningstillväxt och lönsamhet kan närma sig de historiska nivåerna. Eurocon är i den bemärkelsen ett så kallat "turn around case", vilket skiljer sig mot gruppen av jämförbara bolag. Den övergripande risken i caset är att marknaden fortsätter att vara sval, med låg investeringsvilja i ekonomin som följd. Det skulle innebära att återhämtningen dröjer för såväl bolaget som aktien.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://www.aktiespararna.se), publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Erik Pilbackes äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Erik Pilbackes