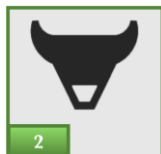
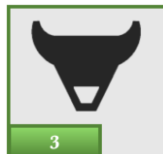


Eurocon Consulting

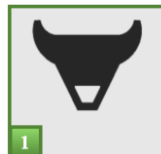
Value Drivers



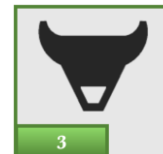
Quality of Earnings



Risk Profile



Quality of Management



- **Uppsving på underliggande marknad.** Pappers- och massaindustrin, som står för 48 % av Eurocons omsättning, förväntas öka den närmsta tiden.
- **Multipelvärdering ger uppsida på 36 %.** Multipelvärdering utifrån viktat medelvärde av konkurrenters nyckeltal ger en aktiekurs på 4,86 kr.
- **Alltid gått med vinst.** Eurocon har gått med vinst varje år ändå sedan starten år 1990.
- **Stark start 2015 med 11,2 % i rörelsemarginal för Q1** vilket är över deras finansiella mål och en rejäl ökning från föregående år. Bolaget hade även en kraftig vinstökning från Q1 föregående år.

Analytiker

Carl Hemmingsson

Aktiekurs	3,64
52 v högsta / lägsta	4,00 / 3,00
Antal aktier	41 462 127
Börsvärde (MSEK)	150,92
Nettoskuld (MSEK)	-9
EV (MSEK)	159,92
Sektor	Industritjänster
Lista / Kortnamn	AktieTorget / EURO
Nästa rapport, Halvårsrapport	2015-08-31

Utveckling

1 mån	-2,93 %
3 mån	4,00 %
1 år	5,81 %
YTD	8,98 %

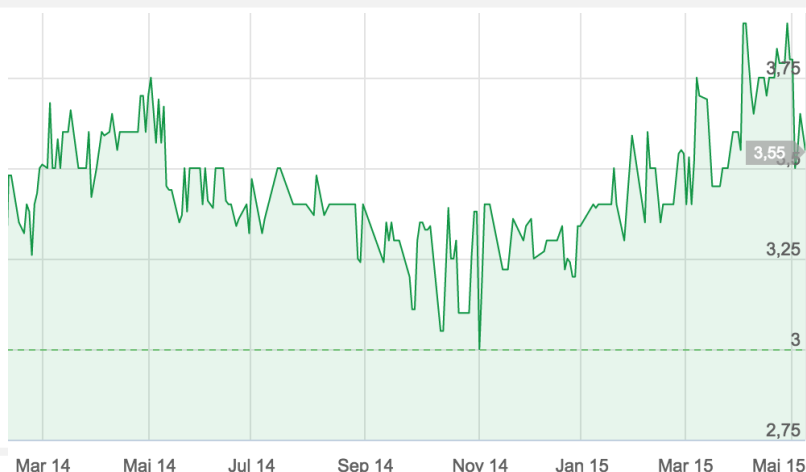
Huvudägare

Innehav (%)

Ronald Andersson	10,9
PSG Small Cap	8,3
Christer Svanholm	7,4
Ulf Rask	5,9
Avanza Pension	4,8

Ledning

Peter Johansson	VD
Lennart Westberg	Styrelseordförande

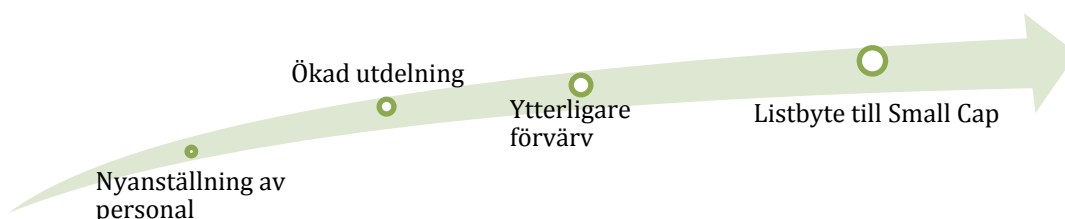


Insynshandel

Datum	Namn	Förändring	Totalt
15-03-04	Johan Westman	10 000	1 220 000
15-03-04	N*: Johan Westman	10 000	10 000
14-11-28	Peter Blomqvist	10 000	10 000
14-11-06	Ulf Rask	-11 990	2 468 496
14-11-04	Peter Nilsson	227 026	227 026
14-11-03	Robert Bylin	28 000	28 000
14-08-29	Johan Westman	10 000	1 210 000
14-06-03	Christer Svanholm	-30 000	3 068 793
14-05-12	Johan Westman	12 000	1 200 000

N* = Närstående

Value Drivers



Investment Thesis

Uppsving på underliggande marknad

Pappers- och massaindustrin fick ett uppsving under 2014 och industrin spås få ett starkt 2015 med ökad efterfrågan och således en prisökning. Enligt en undersökning genomförd i mars 2015 på teknikkonsulter trodde 45 % av de tillfrågade på en ökad orderstock i massaindustrin, 55 % trodde på en oförändrad orderstock och 0 % trodde på en minskad. Denna underliggande marknad är väldigt central för Eurocon då 48 %, kommer från pappers- och massaindustrin. I och med en ökande marknad kommer fler aktörer genomföra investeringar vilket i sin tur kräver konsultation, något som självfallet är positivt och kommer generera större intäkter för bolaget. En nackdel är att bolaget är så starkt beroende av en specifik bransch. Detta medför att bolaget blir väldigt påverkat och beroende av konjunkturen för denna bransch.

Alltid gått med vinst

Eurocon har fin historik och har ända sedan starten 1990 alltid gått med vinst. I dagsläget finns det inget som tyder på att denna trend kommer att brytas, utan tvärtom, tyder mycket på att både omsättning och resultat kommer öka under året. Att de ändå sedan starten lyckats leverera vinst varje år, både under hög- och lågkonjunktur, påvisar att bolaget är stabilt och välskött.

Stark start på 2015

Eurocon ökade sin omsättning till 48,5 MSEK vilket var en ökning på 11,5 % från samma period förra året och de ökade även sin EBIT till 5,5 MSEK, en ökning på 34,1 %. Man lyckades även nå ett rörelseresultat på 11,2 % vilket är en bit över deras mål på 10,0 %. Starten på året har varit stark och mycket beror förmodligen på den ökande marknaden för pappers- och massaindustrin. Efter några knappa år, kan det nu vara så att det har börjat vända för Eurocon.

Insiderägande på 22,4 %

Företagsledningen och styrelsen innehar tillsammans 22,4 % av bolagets aktier. Mest utmärkande är Christer Svanholm, en av grundarna och numera vice ordförande och ledamot i styrelsen, som innehar 3 098 793 st aktier, nästan 7,5 % av bolaget. Även VD Peter Johansson innehar en relativt stor post i bolaget med sina 1 092 542 st aktier.

Stark korrelation mellan konjunktur och bransch

Teknikkonsultbranschen är starkt konjunkturberoende då den styrs väldigt mycket av hur mycket det investeras i olika branscher. Samtidigt finns det alltid behov av konsultation. Detta innebär att marknaden är relativt stabil. Just denna stabilitet medför också att uppsidan respektive nedsidan är starkt kopplad till konjunkturen. Det som talar för att företaget även lyckas leverera under lågkonjunktur är deras track-record att de aldrig gått med förlust.

Presterat långt under sina finansiella mål

Ett av bolagets mål är att dubbla sin omsättning vart femte år, det motsvarar en omsättningsökning med ca 15 % per år. Sedan 2008 (fram till 2014) har deras omsättning endast ökat med 22,3 %. Under samma tid har andra konkurrerande teknikkonsulter ökat avsevärt mycket mer. Exempelvis har Sweco ökat sin omsättning med 66,4 % sedan 2008, ÅF med 92,7 % och Rejlers med 114,6 %. En anledning till detta kan vara att massaindustrin gått relativt dåligt några år vilket begränsat Eurocons tillväxt. Under samma period har Eurocon dock varit effektivast att öka sin vinst per aktie som har ökat 64,3 % mellan år 2008 och 2014. En bidragande orsak till att vinsten ökat mer än för konkurrenterna kan bero på att de har en högre debiteringsgrad än vad konkurrerande teknikkonsulter har.

Bolagsbeskrivning

Eurocon Consulting är ett konsultföretag som erbjuder konsulttjänster och produkter för olika processer inom massa-, kemi, energi- och gruvindustrin. Företaget specialiserar sig främst på ny- och ombyggnadsprojekt och utför förstudier, förprojekt samt genomförande projekt.



Värdering

Vi har valt att göra en multipelvärdering och jämföra Eurocon mot andra svenska teknik-konsulter med olika finansiella nyckeltal. De bolag vi har valt att jämföra Eurocon med är ÅF, Sweco och Rejlers. Dessa aktörer är dock avsevärt mycket större och har bredare verksamhet. Företaget själva bedömer att ÅF är den största konkurrenten till dem.

Låga nyckeltal jämförelsevis mot konkurrenter. Eurocon värderas i dagsläget till TTM P/E-tal på 13,8. Vid en jämförelse med bolagets peers är detta lågt. Vidare är även Eurocons TTM P/S-tal på 0,8 lägre än peers, med undantag för Rejlers som värderas till TTM P/S 0,7. Ett annat relevant nyckeltal att kolla på är EV/EBIT. Eurocon värderas till TTM EV/EBIT 10,5 vilket även det är lägre än för samtliga peers. Närmast är ÅF som värderas till TTM EV/EBIT 13,1, vilket är över 12 % högre än för Eurocon. Sammantaget är Eurocons värdering attraktiv kontra peers när man analyserar med ovannämnda nyckeltal.

Stark vinsttillväxt för föregående år och i Q1. Eurocon hade en stark vinsttillväxt föregående år där vinsten per aktie ökade från ca 0,18 till 0,23 kr per aktie, en ökning på cirka 27 %. Eurocon övergick till IFRS vilket gjorde att de drogs med relativt stora engångskostnader föregående år. Utan dem hade vinsttillväxten och rörelsemarginalen varit större. Med föregående års vinsttillväxt och dagens aktiekurs har Eurocon ett PEG-tal på 0,6. Ett riktmärke är att ett PEG-tal 1 innebär att aktien är korrekt värderad. Det är alltså en indikation på att aktien kan vara undervärderad.

Direktavkastning på 4,1 %

Eurocon kommer ha en utdelning på 0,15 kr per aktie 2015 vilket medför en direktavkastning på 4,1 %. Det är en direktavkastning som är avsevärt högre än för de konkurrerande bolagen. År 2011 var direktavkastningen uppmot 7 % och ifall man lyckas få ännu högre debiteringsgrad i kombination med den ökande massaindustrin tror jag det är möjligt att man kommer nå dit igen på några års sikt.

Handlas lägre än peers

Sedan finanskrisen 2008 har företaget haft svårt att nå många finansiella mål, med undantag för ett par år, samtidigt som flertalet konkurrenter lyckats avsevärt bättre. Detta kan vara en bidragande orsak till varför Eurocon handlas billigare, sett till nyckeltal, än sina konkurrenter. Enligt multipelvärderingen är bolaget undervärderat.

Uppsida på 36 % utifrån multipelvärdering

De viktade nyckeltalen är gjorda så att ÅF:s nyckeltal viktas tyngst med 50 % p.g.a. att de är den främsta konkurrenten, Sweco viktas 30 % p.g.a. bolagets storlek marknaden och Rejlers till 20 %.

Eurocons nyckeltal är mycket lägre än de viktade nyckeltalen. Vid en multipelvärdering där de tre viktade medeltalen nyckeltalen P/E, P/S och EV/EBIT viktas lika får man ut en aktiekurs på 4,86 kr för Eurocon vilket är en uppsida på 34 % från dagens kurs på 3,64 kr.

Bolag	P/E	P/S	EV/EBIT	Direktavkastning (%)
ÅF	15,5	1,0	13,1	3,1
Sweco	18,2	1,1	14,9	3,1
Rejlers	28,9	0,7	21,5	2
<i>Viktat</i>				
<i>Average</i>	<i>18,99</i>	<i>0,97</i>	<i>15,32</i>	<i>2,88</i>
Eurocon	13,8	0,8	10,5	4,1

Disclosure:

Carl Hemmingson – äger inte aktier i Eurocon Consulting

VD Intervju

Telefonintervju med Peter Johansson, 11 maj 2015.

Ni hade en god omsättningsökning samt vinstökning nu under Q1, kommer ni kunna uppnå lika goda resultat för de resterande kvartalen i år?

"Det är svårt att säga, men vi gör ju vad vi kan i alla fall. Och vi hoppas på att det ska vara lite bättre konjunktur än i fiol så att vi försöker, men det går inte all lova någonting."

Vad är er syn på er underliggande marknad inom pappers- och massaindustrin för i år och ett par år framöver?

"Ja, jag tror att det kommer hända saker inom massasidan framförallt då. Man är tvungen att ställa om sin produktion mot andra nya produkter och det hoppas jag att det kommer bli massor med ett jobb naturligtvis ett par år framöver. Så att vi tror att det ska kunna vara en bra näringsgren ett tag framöver."

Ert mål är att inom några år introduceras på en reglerad marknadsplats, vad är orsaken till att ni vill göra det?

"Ja, det är egentligen styrelsen som har satt upp det målet sen har jag då i uppdrag från styrelsen att försöka se till så att vi kan uppnå de bitarna och det är naturligtvis att vi måste öka omsättningen med 50 miljoner till, vi måste göra lite andra åtgärder, vi måste kunna visa att vi platsar på en sådan börs, men det största målet är väl att man kanske kan få upp likviditeten i aktien på ett bättre sätt och att man kanske kan göra förvärv med egna aktier på ett enklare sätt än idag."

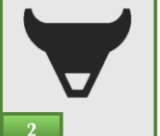
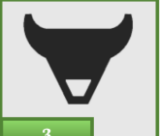
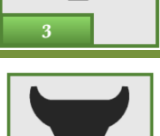
Vad är det för marknadsplats ni i så fall tänker er?

"Det är Small Cap i sådana fall"

Har ni ert primära fokus på förvärvsbaserad eller organisk tillväxt?

"Det varierar lite grann. Det är svårt att hitta bra förvärv och när man hittar dem så tar det ganska lång tid, så att nu har vi fokuserat, vi fokuserar på ett förvärv så har vi gjort det och så håller vi på att jobba in det i firman. Nu har vi fokuserat mycket på organisk tillväxt en period. Så att det varierar lite grann. Vi är ett litet bolag i sig så vi vill inte förvärva alltför mycket heller. Vi har inte råd heller, sen är det viktigt när man är i den här storleken att det blir bra förvärv. Vi har inte råd att göra dåliga förvärv."

Bull or Bear

	Value Drivers	Bolagets värdering är attraktiv kontra peers och det kan leda till en värdeökning i Eurocon. Ifall omsättning och vinst fortsätter öka som i Q1 kommer årets resultat öka vilket kan ge en uppsving i aktiekursen.
	Quality of Earnings	Bolaget har alltid gått med vinst sedan starten. Under det senaste året och Q1 i år har bolaget lyckats öka både omsättning och vinst rejält. Med bättre marginaler och en växande underliggande marknad finns det potential för ytterligare vinst- och omsättningsökning.
	Risk Profile	Marknaden som de agerar på kräver alltid konsultation och de har ett stabilt produkt- och tjänsteutbud. Företaget har en soliditet på 55 % och har alltid varit stabila finansiellt sett. Under ett par års tid har de underpresterat kontra flera konkurrenter på marknaden vilket i kombination med företagets starka beroende av massaindustrin drar ned helheten.
	Quality of Management & Ownership	Att de lyckats gå med vinst i 25 år indikerar på att styrelse och företagsledning har den kompetens som krävs för att driva och utveckla företaget. Många har dessutom varit med en längre tid, ända från starten, och innehar stora aktieinnehav i företaget.
	Overall View	Företaget påvisar stabilitet och få finansiella risker. Vi anser att nedsidan i aktien är liten på längre sikt, dock kan fluktuationer nedåt på kort sikt uppkomma p.g.a. den låga free-floaten. På längre sikt anser vi att det finns en uppsida i aktien.

Analyst Group



Disclaimer

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från AG Equity Research AB (Vidare Analyst Group) är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och kunniga personer som Analyst Group bedömer som tillförlitliga. Analyst Group kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid innehåller en osäkerhet och bör användas försiktigt. Analyst Group kan därför aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från Analyst Group, någon medarbetare eller person med koppling till Analyst Group alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group är avsedd att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut rörande alla former av investering oberoende av vilken typ av investering det rör sig om. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. Analyst Group fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från Analyst Group.

Intressekonflikter och opartiskhet

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

Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendation är riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs.

För fullständiga regler för våra analytiker se: www.analystgroup.se/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 övervägning 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

Analyst Group har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2015). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.