

## EWORK GROUP AB

ANALYTIKER: KLAS DANIELSSON

## ÖVERSIKT

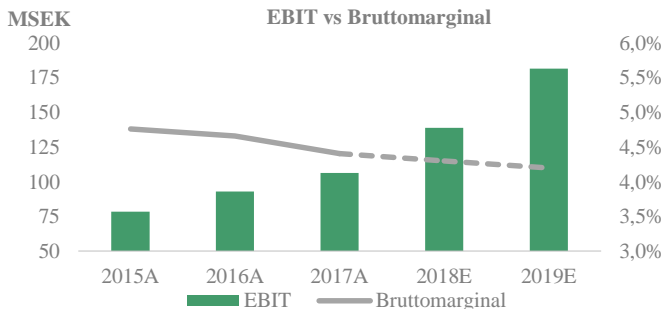


Ework Group AB har historiskt uppvisat en hög organisk tillväxt, däremot har inte EBIT vuxit i samma takt på grund av fallande bruttomarginal. Under 2017A har dock bruttomarginalen stabiliserats, vilket innebär möjligheter för Bolaget att kapitalisera på fortsatt hög omsättningstillväxt. En hög värdering, relativt två olika peergrupper begränsar dock kurspotentialen. I ett Base scenario ses en potentiell nedsida om -20,6 %.

**Ework Group AB** ("Ework" eller "Bolaget") är en mäklare av IT-, teknik-, telekom- och verksamhets-konsulttjänster. Bolaget driver främst verksamhet i Sverige, men har även verksamhet i övriga Norden och Polen.

**Investeringar i matchningsplattform och större försäljningskår gör Bolaget välpositionerat för att uppnå tillväxtmål om 20 %.** Under 17A investerade Ework i utveckling av sitt matchningssystem där Bolaget kopplar ihop kunder med konsulter, för att förbättra sitt kunderbudande. Bolaget har även skalat upp sin personalstyrka och renodlat verksamheten för att kunna fortsätta attrahera konsulter, vilket uppges tynga försäljningstillväxten något. Vidare ökade Bolagets ordergång om 22 % till 2018, vilket skapar ytterligare förutsättningar för att Eworks tillväxt framgent fortsatt ska vara hög. Bolaget bedöms med dessa satsningar vara välpositionerat för att uppnå sitt tillväxtmål om CAGR 20 % till 2020. Omsättningstillväxten väntas uppgå till 21,6 % 18E och 20,5 % 19E.

**Mindre andel av omsättningstillväxten från större avtal väntas stabilisera bruttomarginalen.** Samtidigt som Eworks omsättning vuxit om CAGR 26,2 % 11A-17A, har inte Bolagets EBIT-tillväxt uppnått likande siffror. Detta har berott på att tillväxten till stor del har kommit från en stor andel större avtal, det vill säga kontrakt där Bolaget till exempel tar över och outsourcar en hel IT-avdelning. Bruttomarginalerna för den här typen av avtal är lägre än motsvarande för mindre enskilda uppdrag, vilket lett till att bruttomarginalen minskat från 9,1 % till 4,4 % 11A-17A. Under 17A har dock andelen omsättningstillväxt från stora kontrakt minskat, vilket lett till att bruttomarginalen stabiliserats vid 4,3 %. Framgent förväntas andelen av omsättningen utgjord av större kontrakt öka något, bruttomarginalen förväntas därav minska till 4,2 % 18E och på grund av Bolagets skalbarhet i OPEX, förväntas EBIT-marginalen öka från 1,1 % 2017A till 1,3 % 19E.



**Två olika peer-grupper indikerar olika målmultiplar, om 11,0x respektive 8,5x EV/EBIT.** Vid bestämning av målmultipel för Bolagets EV/EBIT 19E har två peergrupper valts, den ena utgörs av IT-konsulter och den andra av bemanningsbolag. Peergruppen



utgjord av bemanningsföretag indikerar en målmultipel om 8,5x, medan peergruppen utgjord av IT-konsulter indikerar en målmultipel om 11,0x EV/EBIT.

Peergrupper 19E <sup>1</sup>	EBIT-tillväxt	EV/EBIT	MKT-cap (MSEK) <sup>2</sup>
Bemanningsbolag	6,3 %	8,5x	41672,2
IT-konsulter	10,1 %	11,0x	6588,0

**I ett Base scenario värderas Ework 19E till 10,4x EV/EBIT, vilket indikerar en potentiell ned-/uppsida om -20,6 % respektive 6,1 %.** I ett Base scenario förväntas Bolaget uppnå en omsättningstillväxt om 21,6 % 18E och 20,5 % 19E, samtidigt som EBIT-marginalen förväntas öka till 1,2 % respektive 1,3 % under samma år. Detta leder till att Ework värderas till 10,4x EV/EBIT 19E. Justerat för målmultipel 8,5x och Bolagets nettoskuld om 151,5 MSEK, samt antalet aktier, ges ett uppskattat pris per aktie om 80,2 SEK. Ifall Bolaget istället skulle jämföras mot IT-konsulter, ges ett implicit pris per aktie om 107,1 SEK. De uppskattade priserna per aktie motsvarar upp-/nedsida om -20,6 % respektive 6,1 %.

**I ett Bull scenario värderas Ework 19E till 8,7x EV/EBIT, vilket indikerar potentiell ned-/uppsida om -2,8 % respektive 29,2 %.** I ett Bull scenario väntas istället Bolaget uppnå en högre tillväxt, där omsättningen ökar med 24,8 % 18E och 24,4 % 19E. Tillväxten väntas i scenariot drivas främst av övriga skandinavien där Bolaget tar marknadsandelar. Bruttomarginalen förväntas vara stabil på 4,3 % och EBIT-marginalen väntas uppgå till 1,4 % 18E och 1,5 % 19E. Justerat för målmultipel 8,5x och Bolagets nettoskuld om 151,5 MSEK, ges ett uppskattat pris per aktie om 98,2 SEK. Med en målmultipel baserad på IT-konsulter, ges ett implicit pris per aktie om 130,5 SEK. Värderingarna motsvarar potentiell ned-/uppsida om -2,8 % respektive 29,2 %.

**I ett Bear scenario värderas Ework 19E till 16,0x EV/EBIT, vilket indikerar en potentiell nedsida om -51,4 % respektive -34,1 %.** I ett Bear scenario väntas Bolaget inte uppnå sitt tillväxtmål, utan omsättningen estimeras öka med 18,5 % 18E och 16,3 % 19E. EBIT-marginalen förväntas minska något till 1,1 % 18E och 1,0 % 19E, främst drivet av sämre avtalsmix, där större kontrakt utgör en större del av omsättningen. Justerat för målmultipel om 8,5x EV/EBIT och nettoskuld, estimeras ett implicit pris per aktie om 49,1 SEK. Med målmultipel om 11,0x ges ett implicit pris per aktie om 66,6 SEK. Värderingarna motsvarar potentiella nedsidor om -51,4 % respektive -34,1 %.

Est. pris per aktie	Base	Bull	Bear
Bemanningsbolag	80,2	98,2	49,1
IT-konsulter	107,1	130,5	66,6

1. Källa: Bloomberg.

2. Målmultiplarna är storleksjusterade enligt Duff & Phelps riskpremiestudie: <https://www.pwc.se/sv/pdf-reports/corporate-finance/riskpremiestudien-2017.pdf>.

# 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.

## 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 inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

## Innehavsredovisning

**Analyst Group äger aktier i:** Drillcon, Net Gaming Europe, Alcadon Group, Tourn International, DDM Holding, Medistim, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group och Aspire Global.

**Jakob Lembke äger aktier i:** DDM Holding, Sdiptech, TalkPool, Stillfront Group och Global Gaming.

**Klas Danielsson äger aktier i:** Ework Group AB, Medistim, Stillfront Group och TalkPool.

För fullständiga regler för våra analytiker se: [www.analystgroup.se/ansvarsbegransning](http://www.analystgroup.se/ansvarsbegransning)

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.