

ANALYTIKER

Gustaf Nordenlöw analysgruppen@linclund.com
Daniel Nilsson

eWork Group AB

Aktiekurs	74.50
v. 49 högsta / lägsta	75.75 / 74
Antal aktier	17 187 575
Börsvärde (MSEK)	1280.47
Nettoskuld (MSEK)	- 27.13
EV (MSEK)	1253.34
Sektor	Industrivaror och tjänster
Lista / kortnamn	Small Cap / EWRK
Nästa rapport	27-02-2017

UTVECKLING

1 månad	- 1.97 %
3 månader	- 1.32 %
1 år	+ 17.79 %
YTD	+ 15.50 %

HUVUDÄGARE %

Staffan Salén	27.4 %
Avanza Pension	18.2 %
Investment AB Öresund	10.0 %
Veralda Investment Ltd	6.6 %
Handelsbanken Fonder	2.4 %
PSG Micro Cap	2.4 %

LEDNING

Verkställande direktör	Zoran Covic
Styrelseordförande	Staffan Salén

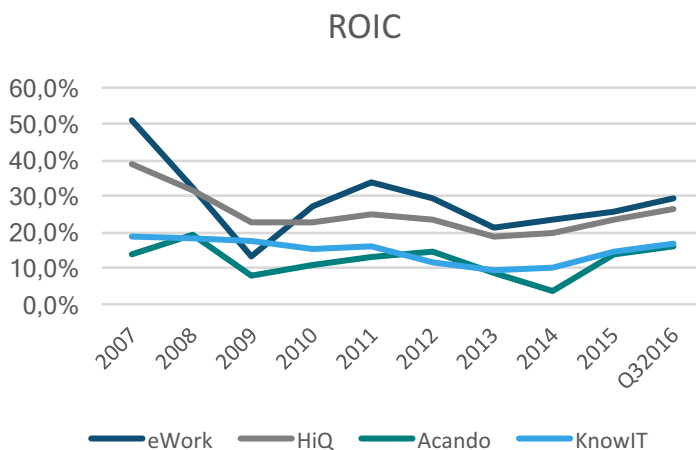
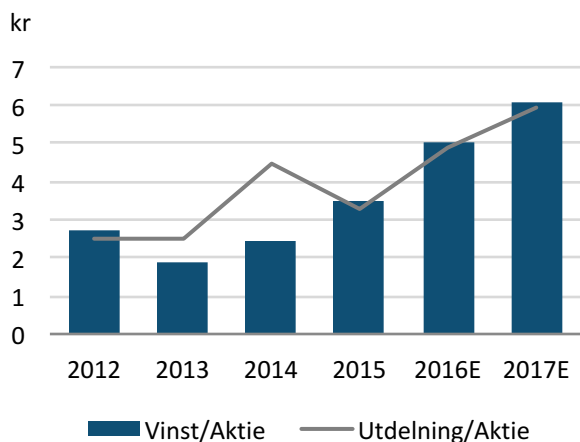
Tar marknadsandelar på växande marknad. Bolagets omsättning växte med en CAGR om 21.4 % mellan 2010-2015 jämfört med den svenska IT-konsultmarknaden som växte med 2.8 % under samma period. Efterfrågan på IT-konsulttjänster spås öka med en CAGR mellan 1.5-3 % fram till 2020 vilket öppnar för fortsatt tillväxt.

Direktavkastning 2017 på 8.0 % med dagens aktiekurs. eWork har inga anställda konsulter vilket innebär låga fasta kostnader. Rörelsekapitalet är 3.7 % av omsättningen vilket öppnar för stor utdelningspotential till aktieägare. Utdelning estimeras öka till 5.8kr/aktie 2017.

Starka referenskunder som ABB, Nordea och Sony. Norska statens "Lånkasse" anlidade nyligen eWork på grund av referenser. Dessutom fick eWork ett pris för bästa konsulttjänsteleverantör av Sony. Detta skapar ett referensvärde vilket ingjuter förtroende för bolagets tjänster framgent.

Insiderägande om 27.4 % inger förtroende för långsiktig värdeökning. Styrelseordförande Staffan Salén äger 27.4 % av bolagets aktier, Investment AB Öresund äger 10 % och Handelsbanken Fonder 2.4 %. Detta signalerar en tro på företagets långsiktiga lönsamhet och värdeutveckling.

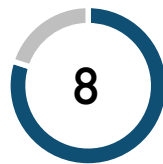
Expansionplaner för kommande år utgör kurstrigger på kort sikt. eWork planerar att expandera sin verksamhet ytterligare, troligen mot utländska marknader, vilket utgör kurstrigger på kort sikt.



Värde drivare



Quality of earnings



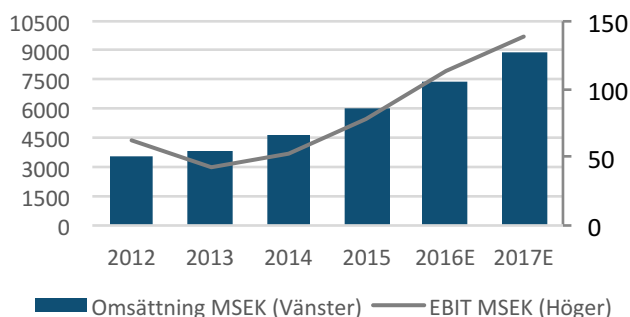
Ledning & styrelse



Riskenivå

Tar marknadsandelar på växande marknad. Omsättningen har ökat organiskt med en CAGR på 21.4 % mellan 2010-2015 samtidigt som den svenska marknaden för IT-konsulttjänster ökat med en CAGR om 2.8 % under samma period. Ovanstående indikerar att eWork tagit marknadsandelar. IT-konsulttjänster förväntas vidare öka med en CAGR om 1.5-3 % till 2020.

Bolaget agerar inom ett segment av konsultmarknaden, konsultmäklare, där konkurrensen är liten. Denna typ av strategi är relativt ny och bolaget bygger inträdesbarriärer genom att bredda nätverket av 70 tusen konsulter och ramavtal med goda referenskunder. Trovärdigheten ökar och bolaget kan således stärka sin position ytterligare. Baserat på detta samt bolagets historik att växa snabbare än marknaden är målet om en omsättningstillväxt på 20 % per år mellan 2016-2020 sannolikt att uppnå.



Flexibel affärsmodell. eWork har inga fasta anställda konsulter men en mindre personalstyrka vilka bedriver administrativt arbete. Vidare är bolaget inte heller särskilt kapitalintensivt då rörelsekapitalet utgjorde 3,7 % av omsättningen och anläggningstillgångar 0.8 % av totala tillgångar mellan 2007-2015. Detta indikerar att bolaget har låga fasta kostnader och således är flexibla under konjunktursvängningar. Under finanskrisen 2008 minskade omsättningen med 13 % men bolaget genererade positiv vinst och EBIT. Detta är en konkurrensfördel gentemot andra konsultbolag med fasta anställda.

Expansionsplaner. eWork planerar att vidare expandera bolagets verksamhet utomlands. Bolaget har inte specificerat när expansionen sker annat än att det planeras kommande år. En sådan verksamhetsexpansion kan agera kurstrigger på kort sikt. Detta kan dock medföra större kostnader vilket utgör en risk och utdelningsförmågan kan försämrans.

Varumärkesstarka kunder ingjuter förtroende för fortsatt stor ordergång. Några av de kunder som använt eWorks tjänster är Tetra Pak, Sony, ABB, Nordea och norska staten. Bolaget har över 160 ramavtal fördelade över alla nordiska länder och i Polen vilket ökar sannolikheten för framtida ordergångar. Kunder som dessa gör det även möjligt att framgent knyta avtal med lika namnkunniga kunder och utgör en kvalitetsstämpel på företagets tjänster.

Långsiktig ägarstruktur och stabil ledning. Styrelseordförande Staffan Salén och Investment AB Öresund äger tillsammans 37.3% av bolagets aktier. Det visar på ett långsiktigt ägande och ett förtroende för bolaget. Ledningen är även stabil då grundaren Michael Berglund sitter kvar som styrelseledamot och styrelseordförande Staffan Salén har varit aktiv i bolaget sedan 2003. VD Zoran Covic och vVD har även lång erfarenhet inom IT och konsultbranschen. Vidare visar de en effektiv kapitalallokering med en stigande ROIC de senaste tre åren från 21.2 % 2010 till 29.7 % Q3 2016. De genererar även högre ROIC än peers.

Potentiell ökning av direktavkastning till 8.0 % 2017E. Med en flexibel affärsmodell har bolaget en god förmåga att dela ut stora delar av den totala vinsten till aktieägare. Mellan 2007 och 2015 delade eWork ut 97% av vinsten i snitt. I dagsläget är direktavkastning och utdelningsandel i nivå med respektive något högre än peers. Målet om en omsättningstillväxt på 20% fram till 2020 och en historisk genomsnittlig vinstmarginal på 1.16% skulle innebära en potential ökning i direktavkastningen.

	Q3 2016	2017E	2018E	2019E
Direktavkastning, aktiepris 74.5	4.4%	8.0%	9.1%	10.5%

Låga marginaler och låga inträdesbarriärer utgör de största riskerna. eWork har haft fallande EBIT- och bruttomarginaler mellan 2007-2015. Däremot kan detta motverkas av deras låga fasta kostnader vilket gör att marginalerna håller sig stabila vid förändringar i omsättningen vilket reducerar risken att dras med förluster. Ett nytt avtal med Svenska Kraftnät förväntas stå för 10% av företagets omsättning i framtiden vilket innebär en mindre diversifierad kundbas. I dagsläget står två kunder för mer än 10% av omsättningen. Inträdesbarriärerna för detta segment är låga vilket öppnar för ökad konkurrens. Bolagets fördel är dock ett redan etablerat nätverk vilket kan göra det svårt för nya konkurrenter att ta marknadsandelar.

Bolagsbeskrivning

Ework Group är en konsultmäklare specialiserad på IT, telekom, teknik och verksamhetsutveckling. Bolaget har idag över 6000 konsulter på uppdrag som sköter all administration kring uppdragen. Ework:s två typer av kunder är dels företag och organisationer som köper sina konsulttjänster via bolaget och dels konsulter som använder bolaget som säljkanal av sina tjänster. Ework har drygt 100 ramavtal med företag fördelade över alla nordiska länder samt Polen.



Historisk Värdering

EV/S för Q32016 rullande 12m är något högre än det historiska genomsnittet på 0.13 mellan 2011-2015. Ett högt EV/EBITDA i dagsläget kan påvisa att förväntningar om en högre framtida EBITDA är inpriset vilket begränsar uppsidan på kort sikt. EV/EBITDA och EV/S för framtida estimat baseras på historiska snittet för EBITDA marginalen på 1.76% mellan 2007-2015 samt en CAGR för omsättningstillväxten på 19.9% under samma period. Baserat på deras historik samt position i en nischad marknad anses denna tillväxt vara ett trovärdigt estimat. Detta ger EV/EBITDA mer i linje med historiska mått. Om bolaget väntas värderas i likhet med historiska snittet på 9.09 så finns en uppsida på 32 % 2018.

	2012	2013	2014	2015	Q32016
EV/S	0,13	0,12	0,11	0,15	0,18
EV/EBITDA	7,20	10,23	9,65	11,47	14,73

	2016E	2017E	2018E
EV/S	0.17	0.15	0.12
EV/EBITDA	9.92	8.28	6.91

Peers

Jämfört med peers så är eWork högt värderat sett till EV/EBITDA. Dock har de betydligt högre omsättningstillväxt vilket kan motivera denna höga värdering. Förbättringar måste dock ske för att öka marginalerna i bolaget och rättfärdiga den höga EV/EBITDA värderingen. En högre värdering kan också reflektera eWork's flexibla affärsmodell, de binder mindre rörelsekapital än sina konkurrenter och är mindre kapitalintensiva. Därmed kan bolaget sannolikt anpassa sig bättre efter marknadens omständigheter. Bolagets höga utdelningsandel samt en högre tillväxt än konkurrenterna ger även goda möjligheter till en bra avkastning till aktieägare framgent. Detta kombinerat med ägarstrukturen motiverar ett långsiktigt ägande och en högre värdering i dagsläget kan vara motiverat. I tabellen nedan används snittvärdet mellan 2007-2015 för omsättningstillväxten.

	Direktavkastning	EV/EBITDA	Oms. g	EBITDA Marginal	WC/S
eWork	4.30%	14.99	24.3%	1.6%	3.78%
HiQ	4.70%	14.73	6.1%	13.5%	22.45%
Acand o	4.70%	10.88	6.5%	9.5%	10.75%
Knowi t	3.60%	9.07	11.1%	8.2%	-0.76%

DCF

I värderingen används en WACC på 8.33 % där riskpremien är satt enligt PWC:s riskpremiestudie 2016 på 6.5 % plus ett riskpremietillägg på 1.3 %. Baserat på en interest coverage ratio år 2015 på 120.8 har eWork en AAA-rating vilket medger en credit spread på 0.75% utöver den riskfria räntan och en cost of debt på 3.17 %

Bull Case

Lyckade internationella expansioner gör att bolaget uppnår sitt mål om 20 % omsättningstillväxt mellan 2016-2020, därefter avtar tillväxten något och de upplever i snitt en omsättningstillväxt på 11.8 % mellan 2016-2030. Utöver detta ligger EBIT marginalen kvar på det historiska snittet på 1.5 %.

Bull Case VPS	149.3
Potentiell Avkastning	100%

Base Case

Omsättningstillväxten väntas vara 15 % mellan 2016-2020, något under företagets egna estimat. Därefter minskar tillväxttakten då företaget mognar och upplever i snitt en omsättningstillväxt på 9.5 % mellan 2016-2030. EBIT marginalen är i linje med det historiska snittet på 1.5 %.

Base Case VPS	119.98
Potentiell Avkastning	61%

Bear Case

Omsättningstillväxten är långt under förväntningarna och är 7.5 % i snitt under perioden 2016-2020 och avtar därefter för att ligga på 5.7 % i snitt mellan 2016-2030. För att kunna vara konkurrenskraftiga pressas marginalerna ner ytterligare till 0.75 %.

Bear Case VPS	23.69
Potentiell Avkastning	-68%

Kommentar

Baserat på de antaganden som gjorts är bolaget lågt värderat givet potentialen och har en stor potentiell uppsida. eWork har en ledande position på en relativt ny marknad med planer för utländska expansioner. Den historiska tillväxten samt marknadens framtidsutsikter talar för att Bull caset kan uppnås.

		WACC						
		Base Case	4%	5%	6%	7%	8%	9%
Steady State g	1.0%	333.8	236.6	179.2	141.6	115.3	96.0	
	1.5%	386.9	261.5	192.8	149.7	120.5	99.5	
	2.0%	466.6	294.7	209.7	159.5	126.5	103.4	
	2.5%	599.4	341.1	231.5	171.4	133.6	108.0	
	3.0%	865.0	410.8	260.6	186.2	142.2	113.2	
	3.5%	1661.7	527.0	301.3	205.3	152.6	119.5	

Strengths

- Flexibel affärsmodell med låga fasta kostnader
- Gott rykte och ramavtal med kunder såsom ABB, Nordea, Sony och Tetra Pak ger konkurrensfördel
- Stor variation av konsulttjänster att erbjuda kunder

Weaknesses

- Periodvis höga kostnader vid expansioner
- Två kunder utgör mer än 10% av den totala omsättningen
- Låga marginaler

Opportunities

- Konsultmarknaden förväntas fortsätta växa framöver
- Potentiella utlandsexpansioner

Threats

- Låga inträdesbarriärer kan leda till etablering av nya konkurrenter

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Hög organisk tillväxt och en flexibel affärsmodell möjliggör stor utdelningspotential, vilket kan skapa aktieägarvärde på lång sikt. Starka referenskunder ger företaget ett gott rykte och ökar chansen för framtida ökning i ordergångar. Expansionsplaner ligger i framtiden och kan agera kurstrigger.



Quality of Earnings

ROE har varit 35 % och ROIC 28.7 % i snitt per år sedan 2007. Stabil omsättnings tillväxt samt att affärsmodellen indikerar flexibilitet utgör en säkerhet i sämre tider. Dock står 2 kunder för mer än 10% av omsättningen och marginaler har varit fallande sedan 2008.



Ledning & styrelse

Högt insiderägande och en stabil ledning med lång erfarenhet inom bolaget och branschen. Detta inger ett förtroende för långsiktig lönsamhet och värdeskapande.



Riskenivå

Allmänt känsliga för konjunktursvängningar och förändringar på arbetsmarknaden. Konkurrensnivån är låg i företagets segment men inträdesbarriärerna är låga vilket riskerar att läget förändras i framtiden.

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	15
Base Case	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Steady State
Omsättning	6,089	7,002	8,053	9,261	10,650	12,247	13,778	15,294	16,747	18,087	19,262	20,225	21,135	21,981	22,750	23,433	
EBIT		108	125	143	165	189	213	237	259	280	298	313	327	340	352	363	
EBIT(1-t)		85	97	112	129	148	166	185	202	218	232	244	255	265	275	283	
CAPEX		18	9	11	13	14	16	17	18	19	20	20	21	21	22	22	
WC		87	40	46	52	60	58	57	55	51	44	36	34	32	29	26	
FCFF		(21)	48	55	64	73	93	110	129	149	168	188	200	212	224	235	4,127
PV(FCFF)		(20)	41	43	46	49	57	63	68	72	76	78	77	75	73	71	1,242
EV		2,112															
Långfristiga Skulder		70															
Eget Kapital		2,042															
VPS		120															
Omsättning g	15,0%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	12,5%	11,0%	9,5%	8,0%	6,5%	5,0%	4,5%	4,0%	3,5%	3,0%
Förändring	0,0%							-1,5%					-0,5%				
Snitt	9,5%																
EBIT Marginal	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Förändring	0,00%							0,00%					0,00%				
Snitt	1,5%																

Rf	1.0%
Beta	0.94
MRP	6.5%
Riskpremietillägg	1.3%
Ke	8.3%
Interest Coverage	120
Spread	0.75%
Kd	1.8%
skatt	0.22
Kd (efter skatt)	1.37%
Vikter	
Nettoskuld	-
Eget Kapital	1,297.62
D/D+E	-
E/D+E	1.00
WACC	8.33%

If interest coverage ratio is		Rating is	Spread is
>	≤ to		
12.5	100000.0	Aaa/AAA	0.75%
9.5	12.5	Aa2/AA	1.00%
7.5	9.5	A1/A+	1.10%
6	7.5	A2/A	1.25%
4.5	6.0	A3/A-	1.75%
4	4.5	Baa2/BBB	2.25%
3.5	4.0	Ba1/BB+	3.25%
3	3.5	Ba2/BB	4.25%
2.5	3.0	B1/B+	5.50%
2	2.5	B2/B	6.50%
1.5	2.0	B3/B-	7.50%
1.25	1.5	Caa/CCC	9.00%
0.8	1.2	Ca2/CC	12.00%
0.5	0.8	C2/C	16.00%
-100000	0.5	D2/D	20.00%

Interest coverage ratio för eWork beräknades genom att dela 2015 års EBIT med räntekostnaderna. $78/0.649 \text{ MSEK} = 120.8$ vilket ger en AAA rating och credit spread på 0.75% utöver riskfria räntan.

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Omsättning	MSEK	1193,258	1888,431	1643,38	1904,168	2611,824	3525,053	3767,915	4715,003	6089,1	7012,548
Bruttoresultat	MSEK	121,207	176,434	154,452	165,645	237,555	235,827	224,414	236,909	289,881	330,404
Rörelseresultat	MSEK	37,738	40,402	15,243	35,716	56,035	61,925	42,788	52,322	78,405	85,624
Resultat Före Skatt	MSEK	39,091	41,931	15,492	34,712	56,697	62,317	43,295	52,88	77,858	86,25
Resultat Hänföring Aktieägare	MSEK	27,906	29,951	11,901	26,328	41,601	46,712	32,061	41,334	59,667	64,568
Vinst/Aktie	SEK	3,55	1,79	0,71	1,57	2,49	2,75	1,89	2,434	3,506	3,777
Antal Aktier	Milj	7,7	13,6	16,7	16,7	16,7	16,96	16,98	16,984	17,018	17,096
Utdelning	SEK	2,5	1,1	0,75	1,15	1,85	2,5	2,5	4,5	3,25	3,25
Immateriella tillgångar	MSEK	0	2,447	2,4	1,793	1,656	1,037	0,743	0,529	0,313	6,763
Materiella tillgångar	MSEK	0,934	0,899	0,903	0,582	1,418	1,589	1,323	1,018	1,419	1,838
Finansiella tillgångar	MSEK	1,183	2,523	4,303	3,666	3,848	3,888	3,4	3,58	1,844	0,746
Summa Anläggningstillgångar	MSEK	2,117	5,869	7,606	6,041	6,922	6,514	5,466	5,127	3,576	9,347
Kassa/Bank	MSEK	82,003	109,765	104,269	99,032	115,45	154,599	211,616	190,506	95,578	97,155
Summa Omsättningstillgångar	MSEK	392,291	512,182	437,133	566,757	745,035	1086,099	1188,627	1445,712	1794,367	1901,318
Summa Tillgångar	MSEK	394,408	518,051	444,739	572,798	751,957	1092,613	1194,093	1450,839	1797,943	1910,665
Summa Eget Kapital	MSEK	50,183	88,497	81,957	92,036	114,615	135,457	126,215	126,412	112,212	113,262
Långfristiga Skulder	MSEK	0	0	0	0	0	3,237	0	0	68,59	70,02
Kortfristiga Skulder	MSEK	344,225	429,554	362,782	480,762	637,342	953,919	1067,878	1324,427	1617,141	1727,383
Summa Eget Kapital	MSEK	394,408	518,051	444,739	572,798	751,957	1092,613	1194,093	1450,839	1797,943	1910,665
Nettoskuld	MSEK	-82,003	-109,765	-104,269	-99,032	-115,45	-154,599	-211,616	-190,506	-26,988	-27,135
Kassaf Löpande Verk	MSEK	44,199	22,232	14,14	11,599	36,734	65,581	98,994	20,367	-88,457	49,831
Kassaf Investeringsverk	MSEK	-0,026	-3,915	-0,897	0,096	-1,815	-0,924	-0,43	-0,25	-1,017	-7,448
Kassaf Finansieringsverk	MSEK	-14,988	7,553	-17,717	-12,216	-18,849	-24,234	-41,297	-42,35	-3,568	-8,281
Åretskassaflöde	MSEK	29,185	25,87	-4,474	-0,521	16,07	40,423	57,267	-22,233	-93,042	34,102
FrittKassaflöde	MSEK	44,173	18,317	13,243	11,695	34,919	64,657	98,564	20,117	-89,474	42,383
EBITDA	MSEK	38,1	40,91	16,17	36,66	56,97	63,07	43,99	53,12	79,21	86,48
Totala Skulder	MSEK	344,23	429,55	362,78	480,76	637,34	957,16	1067,88	1324,43	1685,73	1797,4
Totala Skulder och Eget kapital	MSEK	394,41	518,05	444,74	572,8	751,96	1092,61	1194,09	1450,84	1797,94	1910,67

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en studentorganisation och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2016).