

## Analys – Knowit

### Situation

#### Operativa verksamheten i positiv trend

Knowit har många år av positiv utveckling i backspegeln där omsättningen ökat stadigt. En nyckel för fortsatt positiv utveckling är huruvida tillväxten kan bibehållas.

#### Kundbasen både en fördel och en nackdel

Största branschen Knowit är verksamma inom är offentlig sektor. Här finns både fördelar i att offentlig sektor är en mindre cyklisk verksamhet samtidigt som tuffa upphandlingar med prisdumpningar visat sig vara problematiskt.

#### Konjunktur en viktig faktor

Konjunkturen ligger som ett ständigt orosmoln och frågan är hur Knowit klarar en försämrad konjunktur.

### Nyckeltal

#### Analytikerestimat

Knowit	LTM	2018E	2019E	2020E
Omsättning	3 001	3 111	3 368	3 559
EBITDA	320	333	367	393
EBIT	303	316	351	376
EBITDA – marginal	10,7%	10,7%	10,9%	11,0%
EBIT – marginal	10,1%	10,2%	10,4%	10,6%
EV / Sales	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x
EV / EBITDA	10,1x	9,7x	8,8x	8,2x
EV / EBIT	10,7x	10,2x	9,2x	8,6x

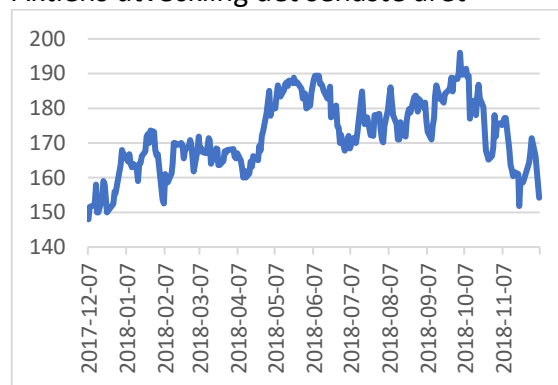
#### DCF-prognos

Knowit	LTM	2018E	2019E	2020E
Omsättning	3 001	3 052	3 377	3 667
EBITDA	321	330	322	309
EBIT	303	300	290	275
EBITDA - marginal	10,7%	11,0%	10,0%	9,0%
EBIT - marginal	10,1%	10,0%	9,0%	8,0%

### Aktiedata

Kortnamn	KNOW
Lista	Mid Cap
Aktiekurs	166,6 kr
Årshögsta/-lägsta(LTM)	196,0/145,8 kr
Motiverad aktiekurs	222,6 kr
Marknadsvärde	3 162 Mkr
Nettoskuld	30,6 Mkr
Enterprise Value	3238 Mkr

### Aktiens utveckling det senaste året



## Investment Case

---

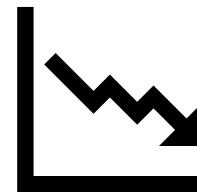
### Värdering som minskar fallhöjd och ökar potential

DCF-värderingen pekar på att aktien har en potential på över 30 % vilket kan beror på skepsis och oro på marknaden. Även om denna värdering kan vara för optimistisk så visar även relativvärderingen att bolaget värderas lägre än peers. Detta kan bero på lägre förväntningar men det medför också att risken i aktien är lägre samt potential för multiplexpansion



### Oro för vikande konjunktur

Konsultbranschen är generellt känslig för konjunktursvängningar då kunder måste se över prioriteringar och kostnader när det ekonomiska läget är kritiskt. Detta kan antas vara en faktor som marknaden har prisat in i aktien. Både i Knowits historik och kundbas öppnar däremot för möjligheten att ha mindre korrelation med konjunkturen än vad som kan tänkas vid första anblick.



### Strukturell tillväxt

I och med en verksamhet som bygger på att skapa och utveckla företags IT-processer finns en uppenbar fördel i och med digitaliseringen och dess krav. Många företag efterfrågar den kompetens Knowit besitter, detta medför stora möjligheter både nu och framöver. Detta är ännu en faktor som kan motverka en eventuell konjunktursvacka då efterfrågan kan bestå trots sämre tider i t.ex. industrin eftersom digital utveckling i många fall är oundviklig.



### Begränsade möjligheter att skala upp verksamheten

Bolaget har uppvisat god tillväxt under en längre tid men frågan är hur länge detta kan fortgå. Verksamheten har under många år växt kraftigt och stadigt men idag är bolaget inte ett litet bolag längre och det är finns ett antal utmaningar gällande tillväxt. Då de anställda driver intäkterna handlar det i slutändan om antalet anställda. Det gör att skalbarheten i grova drag är proportionell mot antalet anställda och att rekrytering är en avgörande faktor. Höga kompetenskrav gör att kompensation till anställda och ett gott rykte är av högsta vikt.



## Om Bolaget

Knowit bedriver konsultverksamhet och är specialiserade på IT. Bolaget är aktiva i Norden, där Sverige är största marknaden med knappt 60 % av omsättningen under 2018.

### Företagskultur och värderingar i centrum

Att ha en jämställd organisation med en sund värdegrund är av stor vikt för Knowit. Detta är enligt bolaget en viktig faktor vid rekrytering och bidrar till ett starkt varumärke hos kunder. Exempel på att detta prioriteras i organisationen, förutom vid rekrytering, är att ledningsgruppen består av hälften kvinnor respektive män och att företaget har en omfattande hållbarhetsredovisning.

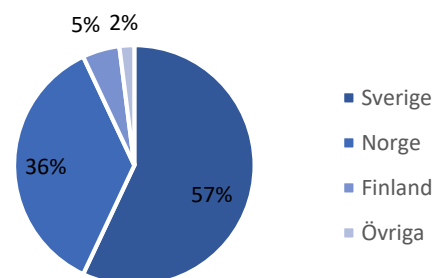
### Tre affärsområden

Bolaget är uppdelat i tre affärsområden: *Experience* som hjälper företag med digital närvaro, *Insight* vilket består av managementkonsulter och *Solutions* där kunder får ta del av nya och förbättrade IT- och systemlösningar.

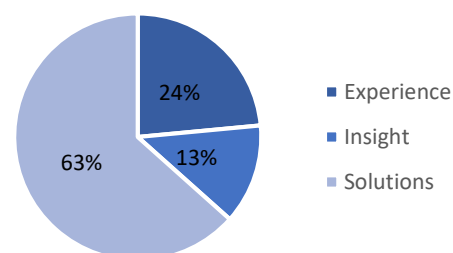
### Strategisk förståelse kombinerat med spetskompetens

Efterfrågan på tjänster inom IT är stor. Knowit har fått utmärkelser för väl utförda arbeten, vilket tyder på att kunderna är nöjda, vidare ökar det också chansen för fortsatta samarbeten. (Källor) Att ha god kunskap inom specifika tekniska områden samtidigt som det finns en strategisk, överblickande, kunskap gör att man kan vara till stor nytta för kunder genom hela projekt, från start till implementering.

Omsättning per land Jan-  
Sep 2018



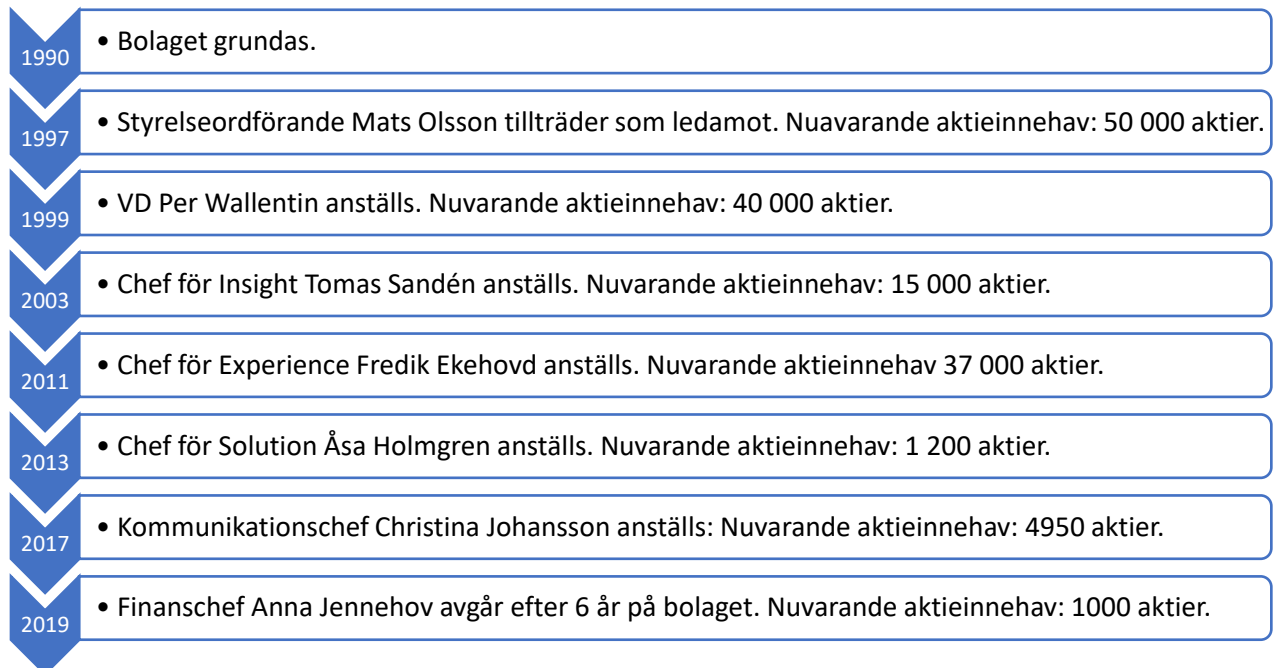
Affärsområden - andel av  
omsättning



## Ledning och ägare

---

Stommen i Knowits ledningsgrupp och styrelse har varit med i bolaget under lång tid vilket skapar en trygghet och förtroende i ledningens kompetens. Däremot lämnade chef för området Solutions, Johan Strid, under 2018 samtidigt som CFO Anna Jennehov slutar i februari 2019 vilket skapar viss oro, men sammantaget avger bolagets ledning en positiv känsla.



### Ledningen sitter med i båten

Figuren ovan visar att stor del av ledningen har både lång erfarenhet av bolaget samt ett påtagligt aktieinnehav. Som nämnt skapar ledningen förtroende, vilket beror på den erfarenhet och goda kännedom om den operativa verksamheten som de besitter. För investerare finns även en trygghet i att ledning själva har stora innehav i bolaget vilket gör att det finns incitament för att ledningen ska ha aktieägarnas intresse i åtanke.

Däremot finns relativt få övriga styrelsemedlemmar med ett stort innehav vilket kan ifrågasättas. Dock har de ovan nämnda poster större operativ påverkan på bolaget, såsom VD, områdeschefer och styrelsens ordförande.

## Långsiktiga och förtroendeingivande ägare

Bolagets största ägare är institutionella ägare. Detta medför att ägarna sannolikt har en relativt lång investeringshorisont, delvis av legala skäl, och dessutom finns bred kompetens hos dessa ägare.

En nackdel däremot är att dessa ägare inte alltid är lika aktiva som en ägare där bolaget har en större påverkan på hela portföljen. Institutionella ägare har ofta mycket stort kapitalt fördelat över många olika investeringar medan exempelvis en stor privat ägare skulle bero mer av just denna akties utveckling.

Tio största ägarna 2017-12-29	Antal aktier	Andel
Fidelity	1 683 800	8,80%
Swedbank Robur	1 491 624	7,79%
Handelsbanken	1 000 981	5,23%
Nordea	869 398	4,54%
MSIL IPB Client Account	857 381	4,48%
Societe Generale	743 000	3,88%
Unionen	631 968	3,30%
BNYMSANV RE BNYM RE ODDO ET CIE	480 272	2,51%
Carnegie Micro Cap	400 219	2,09%
BNYM Regents of the University	377 190	1,97%
<b>Totalt antal</b>	<b>19 139 217</b>	<b>44,60%</b>

Marknad

## Norden och främst Sverige som geografisk marknad

Den huvudsakliga marknaden är som sagt Norden och främst Sverige med nästan 60% av omsättningen. Bolaget tycks inte heller ha några planer på att expandera utanför detta område. I de fall bolaget är verksam utomlands så beror det oftast av att den nordiska kundens verksamhet är aktiv där.

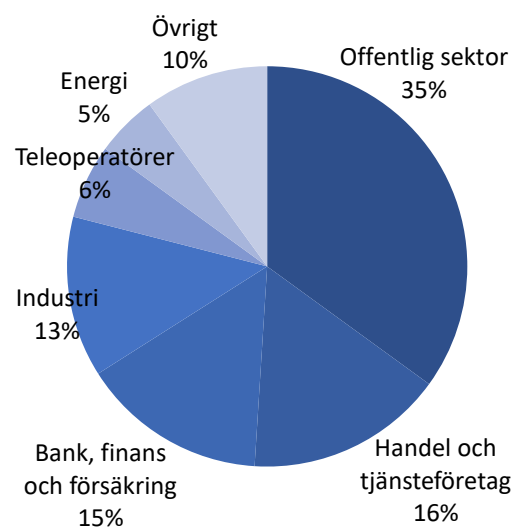
## Diversifierad kundbas med övervikt offentlig sektor

På senare år har kundbasen breddats, vilket delvis kan bero på att Knowits tjänster idag är relevanta för i stort sett vilken verksamhet som helst. Att vissa områden är större än andra kan vara ett resultat av återkommande kunder och att spetskompetens utvecklas.

I Knowits fall har offentlig sektor blivit största kundsektor. Det finns enligt bolaget flera anledningar till att denna sektor är värd att satsa på. En anledning är att det finns stora behov och förbättringsmöjligheter inom sektorn, allt från effektiviserad dokumentation till Artificiell Intelligens inom statliga transaktioner. Att hjälpa till att förbättra offentlig sektor passar även in bra i företagets vision att bidra till ett bättre samhälle.

En stor nackdel är de offentliga upphandlingarna som ofta baseras på pris. Detta gör att priset för olika projekt kan bli ogynnsamt låga. Flera aktörer pekar på att detta är ett stort problem i detta område.

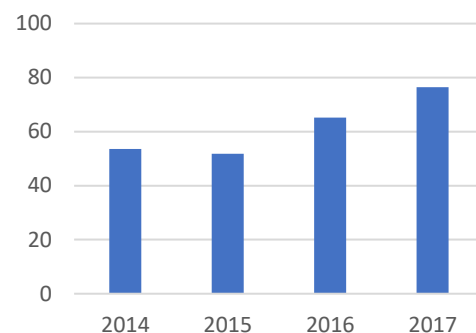
OMSÄTTNING PER BRASCH JAN-SEP 2018



## Strukturell tillväxt ger vind i seglen

Ett sätt att växa är att ta marknadsandelar, det är givetvis ett rimligt sätt att öka sin omsättning på men varför inte dessutom befinna sig i en bransch där efterfrågan ökar? I och med att företag i alla branscher möter ökade krav på digital utveckling finns hög efterfrågan på företagets tjänster i nuläget. Sannolikt kommer denna utveckling att fortsätta framöver och genom att fortsätta bistå med tjänster för digital transformation, men även vid det kontinuerliga arbetet, ser marknadsläget väldigt bra ut. Att företag investerar mer och mer pengar i IT och olika IT-tjänster visas i grafen till höger. Ökningen motsvarar en årlig genomsnittlig tillväxttakt på 12,5 %, vilket skapar stora möjligheter för Knowit och andra branschkollegor. Med andra ord ser marknaden god ut framöver.

Företags utgifter för IT-tjänster i Miljarder kr



## Konkurrenter

Det finns ett antal IT-konsulter i Norden och givetvis ett stort antal konsulter inom närliggande områden såsom teknik och managementkonsulting. Av dessa finns ett antal med liknande verksamhet och storlek men även ett antal internationella jättar. I denna analys jämförs Knowit med följande företag:

Företag	Valuta	Enterprise Value	Enterprise Value(SEKm)	Marknadsvärde
Knowit AB (publ)	SEKm	3 238	3 238	3 162
Tieto Oyj	EURm	2 178	22 978	1 969
Acando AB	SEKm	3 049	3 049	3 069
HiQ International AB	SEKm	2 783	2 783	2 850
CGI	CADm	23 007	160 359	21 390
Semcon AB	SEKm	870	870	903
Accenture PLC	USDm	100 188	928 743	104 822
Capgemini SE	EURm	19 565	206 411	17 396

## Samma storlek och liknande verksamhet, varför Knowit?

Som det gråmarkerade i tabellen ovan visar finns två konkurrenter till Knowit med liknande storlek och verksamhet: Acando och HiQ. I stort så är dessa bolag lika, med vissa skillnader såklart. Knowit är något mer inriktade på offentlig sektor men även här finns konkurrens från dessa bolag där båda har omkring 20 % av omsättningen från offentlig sektor. Bolaget menar att en styrka är det starka varumärket Knowit har gällande trovärdighet och hållbarhet, det är något som företagets kunder ska uppskatta och värdesätta högt. Utöver ett starkt varumärke så värderas Knowit lägre än framförallt HiQ, men även Acando. Genom att vara nischade mot offentlig sektor kan bolaget också avfärda vissa risker som nämns mer nedan. Det går dock inte att bortse från att konkurrensen är hög och det gäller att hitta nischer eller andra sätt att sticka ut på.

## Konkurrera med internationella jättar

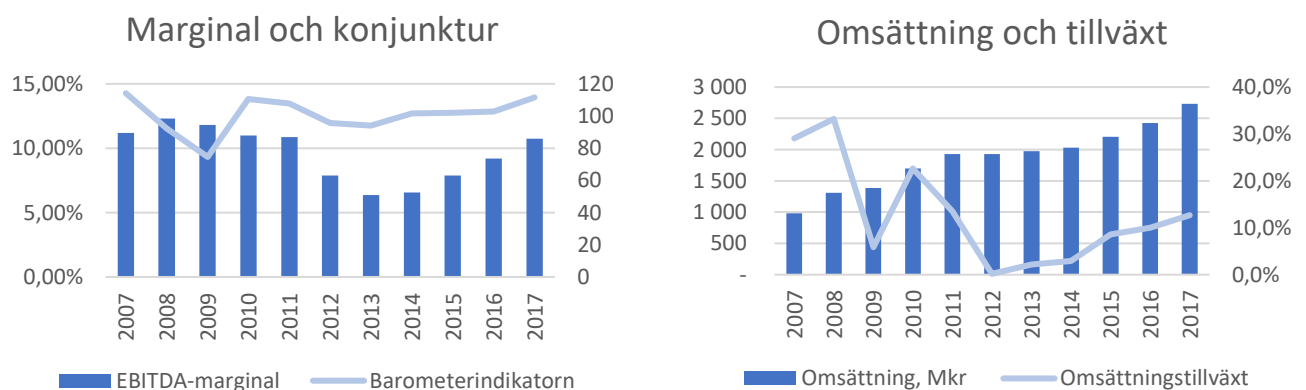
Att direkt konkurrera med stora internationella bolag som Accenture och Capgemini är inte alltid lätt, därför gäller det att hitta en position på marknaden där man är konkurrenskraftig. Därför kan ett fokus på Norden och Sverige vara en möjlighet att undvika viss konkurrens från jättarna. Exempelvis har Knowit 14 kontor i Sverige medan Accenture har enbart i de största städerna. Det gör att man kan nå ut till kunder som uppskattar och kanske till och med kräver lokal närvaro, något som kan vara svårt att administrera och genomföra hos de större internationella firmorna.

## Risker

### Konsultbranschen är generellt cykliskt

Eftersom många IT-konsulter i Sverige är beroende av kunder som påverkas kraftigt av konjunkturen, såsom verkstadsindustrin, påverkas även konsultbranschen av försvagad konjunktur. Efter flera år av högkonjunktur menar många på att det börjar uppstå vissa signaler som talar för en lågkonjunktur, om inte annat kan en fråga sig hur länge en högkonjunktur kan fortgå.

Det som är intressant i Knowits fall är att de tidigare inte visat en tydlig korrelation med konjunkturläget under de senaste tio-tolv åren. Detta kan givetvis bero till viss del av att företaget under finanskrisen var ett mindre bolag som såg annorlunda ut. Men eftersom omsättning, omkring en miljard, är så pass stor och lönsamhetsnivå med dagens verksamhet anser jag att bolaget var moget nog för jämförelse med dagens Knowit. Under åren kring finanskrisen toppade rörelsemarginalen samtidigt som omsättningen ökade kraftigt, något som talar mot en tydlig koppling till konjunkturen.



En annan faktor som talar för att Knowit inte behöver vara lika konjunkturkänslig som man kunnat tro vid en första anblick är kundbasen. Eftersom bolaget inte är lika tungt exponerad mot industri som många konkurrenter sprids riskerna över fler branscher. Att det finns en stor exponering mot offentlig kan vara en fördel då denna sektor inte är alls lika konjunkturkänslig som många andra.

## **Kraftigt beroende av de anställda**

Eftersom intäkterna drivs av att kunderna upplever att Knowits konsulter gör ett bra jobb och att dessa konsulter dessutom väljer att stanna hos Knowit skapar ett beroende av de anställda. Andra branscher påverkas inte lika påtagligt av detta, jämför till exempel ett tillverkande företag där produkter massproduceras mot en konsultverksamhet där en ensam konsult kan påverka relationen med en stor och viktig kund negativt genom ett felsteg. Det leder till att risken för rekrytering av fel personer kan få stora konsekvenser.

## **Stor efterfrågan men litet utbud av kompetent arbetskraft**

I nuläget är personal med IT-kunskaper det mest eftertraktade på arbetsmarknaden eftersom efterfrågan av kompetenta personer ökat snabbare än utbudet. Detta leder till att en kritisk faktor är att attrahera kompetens och konkurrera med andra arbetsgivare. För att fortsätta växa är detta en viktig faktor och risken är att antingen inte hitta tillräckligt med kompetent arbetskraft eller att göra undermåliga rekryteringar.

## Tillväxt

---

Knowit har lyckats växa kraftigt samtidigt som marginalen har kunnat bibehållas på bra nivåer. Det kan dock tänkas svårt för företaget att fortsätta denna tillväxtresa då det finns ett antal begränsningar. Det går att identifiera tre huvudsakliga tillväxt drivare i bolaget: högre pris, ökad debiteringsgrad och ökning av antal anställda. Fokus är på organisk tillväxt, möjliga förvärv berörs inte, men det går att koppla till ökning av antal anställda då det i grova drag blir resultatet av förvärv.

## **Högre pris**

Att öka priset på tjänster är inte självklart. Det kan vara svårt på grund av att konjunkturen blir sämre, denna anledning behöver dock inte betyda att efterfrågan kommer minska i och med den strukturella tillväxten som finns i branschen. Tuff konkurrens och prisdumpning vid offentliga upphandlingar visat sig vara problematiskt. Den höga efterfrågan på tjänsterna kan dock väntas vara så pass hög att det inte behöver begränsa denna möjlighet helt. Eftersom kompetensen, som tidigare nämnt, är begränsad kommer sannolikt efterfrågan inte mättas inom en snar framtid vilket möjliggör utrymme för prishöjningar.

## **Ökad debiteringsgrad**

Debiteringsgraden begränsas av vissa faktorer, varav den mest uppenbara att en konsult endast kan jobba ett begränsat antal timmar. Att det inte finns möjlighet för ytterligare effektiviseringar skulle däremot vara ett pessimistiskt antagande. Bolaget strävar efter att vara en flexibel och framåtsträvande arbetsplats, arbetet som IT-konsult utgörs i många fall av arbete vid dator och tekniken förbättras varje år. Detta möjliggör effektiviseringar och minskning av till exempel arbetstid dedikerad till icke-intäktsdrivande uppgifter. Genom att inte vara bunden till ett kontor kan arbetsdagen bestå av konstruktivt arbete under större del av arbetet samtidigt som det är uppskattat bland anställda. Med förbättrade kommunikationsmedel kan transporttider och liknande minskas genom mer digitaliserade medel, något som bör finnas nära till hands för bolaget.



### Ökat antal anställda

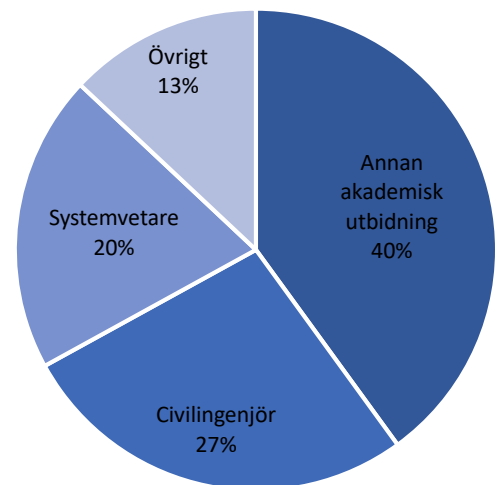
Ökning av antal anställda är något bolaget gör kontinuerligt och under 2018 har omkring 200 personer anställts. Då bolaget har cirka 1900 anställda är detta en påtaglig mängd. Jag ser detta som bolagets främsta möjlighet att växa omsättningen då det finns en dragningskraft till bolaget som gör att många vill vara kvar och söker sig till bolaget. Stark kompetensförsörjning innebär att rätt kompetens rekryteras och behålls. Genom detta kan fler uppdrag genomföras. Det kan då öka både från befintliga kunder men även från konkurrenter. Det finns dock en risk i att verksamheten beror så mycket på de anställda då en större verksamhet ställer högre krav på kontroll och administration vilket kan göra det svårare att behålla samma höga kvalitet på de anställda.

Som tidigare nämnt är det är inte heller lätt att hitta den kompetens som krävs för bolaget eftersom det finns en begränsad tillgång på personer med så pass hög utbildnings- och kunskapsnivå. En stor begränsande faktor hos många bolag är just tillgången på kompetent personal och inom IT är detta speciellt påtagligt i och med den snabba utveckling som skett under de senaste decennierna.

### Expandera till nya och på befintliga marknader

Som beskrivet tidigare finns inga större planer på att expandera internationellt utan den geografiska marknaden lär förbli Norden. Det som kan vara en möjlighet för bolaget skulle snarare vara att behålla en stark position och ta marknadsandelar på en marknad med strukturell tillväxt. Att öka marknadsandelen inom offentlig sektor skulle dessutom öka möjligheten för prisökningar eller åtminstone bättre upphandlingsmöjligheter med lägre konkurrens.

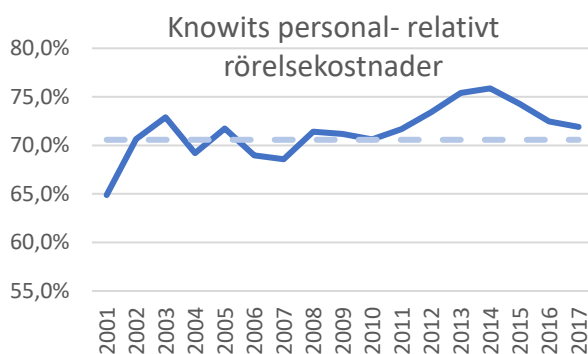
Utbildningsnivå



## Kostnader

Den absolut största kostnaden är personalkostnaden, som konsultbolag är det inte speciellt oväntat då hela verksamheten drivs av de anställda. Personalkostnader har historiskt utgjort cirka 70% av de totala rörelsekostnaderna. Som figuren nedan visar har personalkostnaderna de 15 senaste åren varierat kring denna nivå maximalt ungefär +/- 5% vilket kan antyda att denna nivå troligen kommer vara densamma framöver. Det som möjligen skulle kunna påverka detta är löneläget, vilket i sin tur beror av konjunktur och utbudet på kompetent arbetskraft. Båda dessa faktorer har nämnts tidigare men exempelvis skulle fortsatt lågt, eller minskat, utbud av kompetens rimligtvis öka lönekostnaden för att kunna konkurrera med andra arbetsgivare. Av den anledningen är det fortsatt viktigt att bolaget behåller ett gott anseende så att de inte bara lockar med lön.

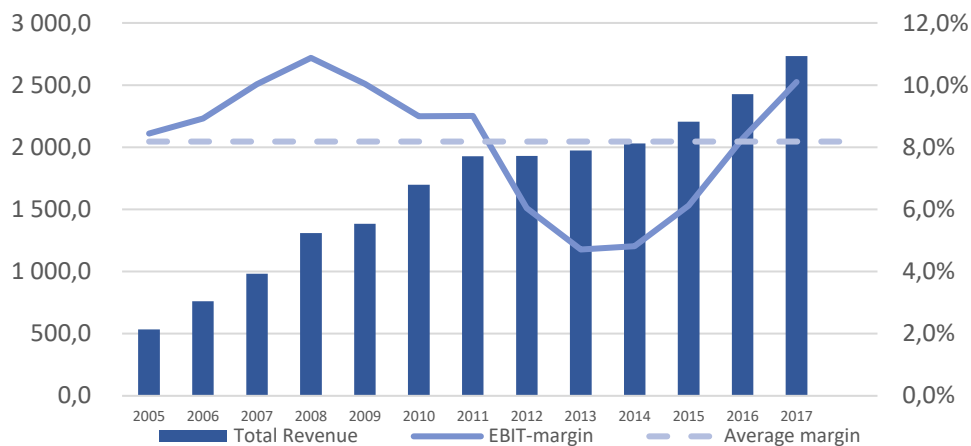
Även konkurrenterna befinner sig omkring samma nivå som Knowit. Tabellen visar att flertalet konkurrenter alla har personalkostnader mellan 60–80% av rörelsekostnaderna. Det är inte uppenbart om dessa bolag bör ha hög eller låg andel personalkostnader. Det skulle kunna anses negativt med hög andel i avseendet att man betalar högre löner och möjligen saknar andra faktorer som lockar arbetskraft. Däremot skulle det också kunna indikera att andra kostnader, exempelvis administrativa kostnader, är lägre relativt konkurrenter.



Företag	Personal- relativt rörelsekostnader
Knowit AB (publ)	72 %
Tieto Oyj	61 %
Acando AB	77 %
HiQ International AB	63 %
Semcon AB	70 %
Accenture PLC	80 %
Capgemini SE	71 %
<b>Genomsnitt</b>	<b>71 %</b>

## Lönsamhet

Diagrammet nedan visar bolagets rörelsemarginal över en längre tidsperiod och den visar på relativt kraftiga variationer. Sedan 2005, då bolaget först nådde en rimlig marginal och omsättning för jämförelse, har företaget maximalt uppnått en marginal på 10,9% (2008) och som lägst 4,7% (2013). Marginalen har alltså avvikit en hel del från medelvärdet 8,2%, så frågan är vad som kan väntas av lönsamheten framöver?

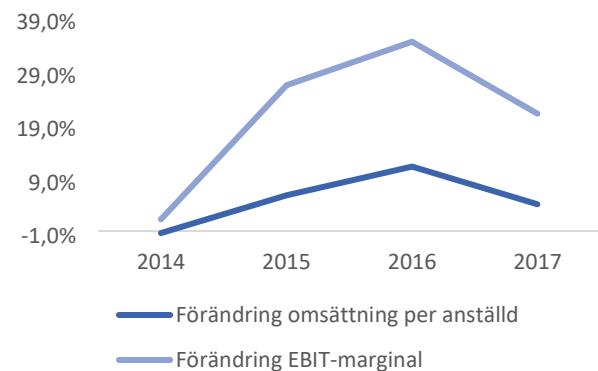


### Toppnivåer efter strängt växande marginal sedan 2013

Sedan 2013 har bolaget på årsbasis visat en konstant ökning av EBIT-marginalen, vilket är en fin trend. Det som verkar oroande i detta fallet är avtagande marginaler från toppen 2008, till botten 2013. Det är svårt att dra någon slutsats som tyder på att detta skulle vara av återkommande karaktär eftersom bolaget innan detta var ett annat bolag än nu, till verksamhet men framförallt storlek. Det som kan sägas är att förbättring av den nuvarande marginalen, som befinner sig nära toppnivåer 10,1%, kräver fortsatta effektiviseringar. Att fortsätta förbättra marginalen är en utmaning eftersom den är hög både relativt konkurrenter och bolagets historik.

### Förbättringsmöjligheter framöver

I grund och botten handlar det om att öka intäkterna relativt kostnaderna. I stycket om tillväxt nämns ett antal möjligheter för ökade intäkter, bland annat ökat pris och ökad debiteringsgrad. För marginalen kan dessa i kombination ge positiv effekt då det möjliggör större intjäning per anställd. Om det är möjligt att göra detta, samtidigt som lönekostnadernas relativa förändring är lägre, kommer marginalen att öka. Figuren nedan visar hur omsättningen per anställd, de senaste fyra åren, har ökat med mellan 5 % och 13 % samtidigt som EBIT-marginalen ökat med en faktor 3–4 relativt det. Det tyder på att ökad omsättning per anställd, även mindre förändringar, skalar bra till marginalen.



## Kapitalstruktur

Med en soliditet på 57,3 % och en nettoskuld på 30,6 miljoner kr, cirka 1 % av omsättningen, är skulder inte någon större belastning. Som konsultföretag är det rimligt med en liten balansomslutning eftersom det inte kräver speciellt mycket kapital generellt.

Kassalikviditeten uppgår till 120 % vilket tyder på att bolaget kan betala kortfristiga skulder utan svårigheter. Den är dock inte med onödigt stor marginal som gör att bolaget inte binder mer kapital än nödvändigt.

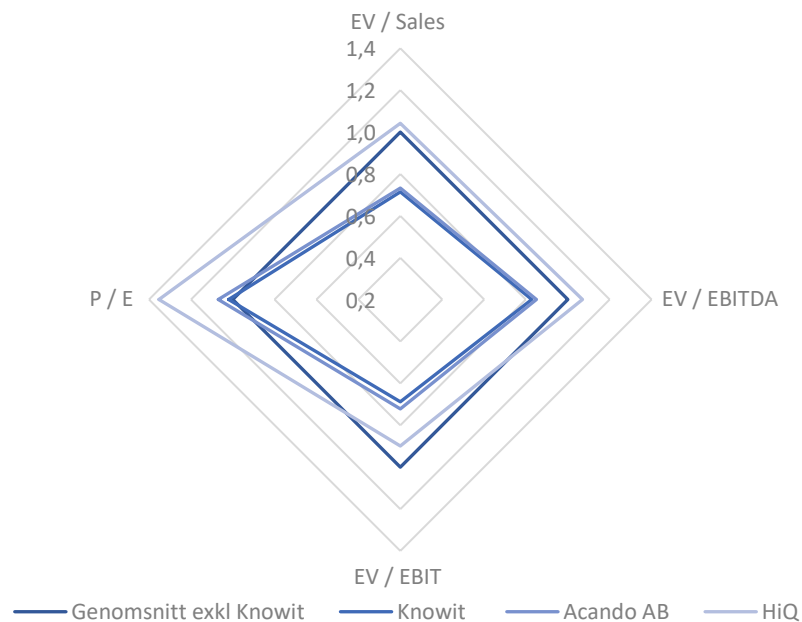
## Relativvärdering

Company	<u>EV / Sales</u> LTM	<u>EV / EBITDA</u> LTM	<u>EV / EBIT</u> LTM	<u>P / E</u> LTM	<u>EBITDA - marginal</u> LTM	<u>EBIT - marginal</u> LTM	<u>Nettomarginal</u> LTM
<b>Knowit</b>	<b>1,1x</b>	<b>10,1x</b>	<b>10,7x</b>	<b>14,0x</b>	<b>10,7%</b>	<b>10,1%</b>	<b>7,5%</b>
Tieto Oyj	1,4x	10,2x	13,8x	15,8x	13,5%	9,9%	7,8%
Acando AB	1,1x	10,5x	11,4x	14,4x	10,6%	9,8%	7,9%
HiQ	1,5x	13,1x	14,1x	18,6x	11,6%	10,7%	8,3%
CGI	2,0x	13,5x	20,2x	10,2x	14,8%	9,9%	18,2%
Semcon AB	0,5x	7,3x	9,9x	6,9x	6,5%	4,8%	7,1%
Accenture PLC	2,4x	17,2x	22,8x	16,3x	14,0%	10,6%	15,5%
Capgemini SE	1,5x	14,8x	26,1x	10,8x	10,4%	5,9%	12,7%
<b>Genomsnitt</b>	<b>1,4x</b>	<b>12,1x</b>	<b>16,1x</b>	<b>13,4x</b>	<b>11,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>10,6%</b>

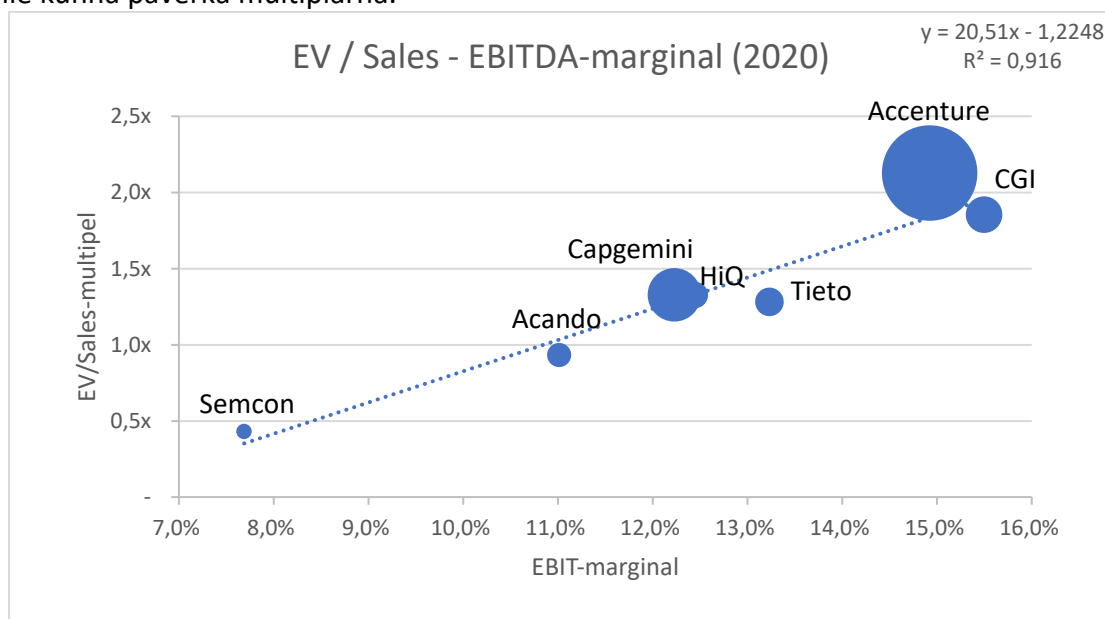
Tabellen visar Knowit relativt de konkurrenter som nämnts i tidigare avsnitt. Lönsamheten hos Knowit är relativt nära snittet medan bolaget värderas lägre än snittet på tre av fyra multiplar. Det tyder på att bolaget åtminstone är rimligt värderat jämfört med konkurrenterna. Då balansräkningen för konsultbolagen generellt är av mindre vikt har jag valt att utesluta nyckeltal som price-to-book, räntabilitetsmått och liknande. I följande tabell, där analytikerestimaterna för 2020 inkluderats, synliggörs hur Knowit värderas lägre än peers.

Company	<u>EV / Sales</u>		<u>EV / EBITDA</u>		<u>EV / EBIT</u>		<u>P / E</u>	
	LTM	2020	LTM	2020	LTM	2020	LTM	2020
Snitt (exkl. Knowit)	1,5x	1,3x	12,4x	10,2x	16,9x	13,1x	13,3x	10,9x
Knowit	1,1x	0,9x	10,1x	8,2x	10,7x	8,6x	14,0x	11,2x
Procentuell skillnad	-28%	-31%	-18%	-19%	-37%	-34%	5%	2%

## Värdering relativt huvudsakliga konkurrenter och snittet för peers



I diagrammet visas hur Knowit och de två konkurrenterna Acando och HiQ värderas relativt genomsnittet för peers utifrån fyra olika multiplar. Knowit och Acando, de två inre, värderas båda lägre än snittet medan HiQ högre. Det kan innebära att förväntningarna är högre på HiQ eller att de är övervärderade. Det innebär åtminstone att Knowit i någon mening har lägre fallhöjd och även utrymme för viss multipelexpansion innan värderingen sammanfaller med branschsnittet. Det kan också implicera att HiQ är övervärderat eller åtminstone har betydligt högre förväntningar, eftersom varken lönsamheten eller försäljningen avviker vilket skulle kunna påverka multiplarna.



Med linjär regressionsanalys av förhållandet mellan EV/Sales-multipel och EBITDA-marginalen ges en uppfattning om hur värderingen av Knowit kan placeras. Med analytikernas estimat för 2020 visar sig Knowit vara något undervärderat utifrån

regressionsanalysen. Den estimerade multipeln är 0,9 medan den estimerade EBITDA-marginalen 11 % skulle motivera en multipel på 1,04 med utifrån peers. Därav är Knowit undervärderade i detta avseende och potentialen upp till den värderingen är 15,2 %.

## Kassaflödesvärdering

Knowit	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	Terminal
NOPLAT	164,1	238,1	237,0	257,4	274,4	289,6	269,1	278,6	285,6	289,9	300,2
(+) Avskrivningar	13,2	30,5	33,8	36,7	39,1	41,3	43,1	44,7	45,8	46,5	48,1
(-) CapEx	(5,9)	(36,6)	(40,5)	(44,0)	(46,9)	(49,5)	(51,8)	(53,6)	(54,9)	(55,8)	(57,7)
(+/-) Förändring i rörelsekapital	206,1	(1,3)	(30,8)	(27,6)	(22,9)	(20,6)	(17,8)	(14,5)	(10,7)	(6,5)	(15,6)
<b>Fritt kassaflöde (FCFF)</b>	<b>377,6</b>	<b>(62,0)</b>	<b>199,4</b>	<b>222,5</b>	<b>243,6</b>	<b>260,7</b>	<b>242,7</b>	<b>255,2</b>	<b>265,8</b>	<b>274,1</b>	<b>275,0</b>

Min värdering bygger på den DCF-värdering som delvis visas ovan. Prognosen sträcker sig över 10 år och har inneburit antaganden som är mer eller mindre osäkra. Antaganden baseras i vissa fall på djupare analys medan andra baseras på historik och rimlighet.

## WACC

De framtida kassaflödena som beräknas i DCF:en måste diskonteras till nuvärde. Detta då hänsyn till risk, alternativa placeringar och annat måste tas eftersom det är ju framtida kassaflöden.

Knowits WACC har jag beräknat till 7,2 %. Betan på 1,09 är ett branschsnitt och att IT-konsulter är något mer känsliga än marknaden känns rimligt givet korrelationen med konjunkturen som beskrivits tidigare.

Marknadsriskpremien är baserad på medelvärdet presenterat i PWC:s riskpremiestudie. Ur denna rapport kan också storlekspremien på 1 % hänföras där den justerats ned något på grund av skillnaden till omsättningen som används som referens. Återstående är den riskfria räntan som motsvarar räntan på en 10-årig statsobligation och kostnad för främmande kapital där jag antagit 3 % som en rimlig kostnad för att idag att låna på lång sikt. Av tidigare nämnda anledningar har bolaget en lägre risk än vad man kan tro, vilket i min mening motiverar en ganska låg WACC på 7,2 %.

Beta	1,09
Marknadsriskpremie	6,4%
Riskfri ränta	0,5%
Storlekspremie	1,0%
Bolagsspecifik risk	2,0%
<b>Kostnad för eget kapital</b>	<b>10,5%</b>
Riskfri ränta	0,5%
Spread	3,0%
Marginalskatt	22,0%
<b>Kostnad för främmande kapital</b>	<b>2,7%</b>
Andel eget kapital	57,3%
Andel skulder	42,7%
<b>WACC</b>	<b>7,2%</b>

## Omsättning och hur den kan växa i evig tid

För ett rimligt terminalvärde gäller det att se till vad möjligheterna är att växa på lång sikt. Att växa i storlek med ekonomin i helhet anser jag rimligt och jag har därför satt den eviga tillväxttakten till 1,7 %. Detta motsvarar den genomsnittliga BNP-tillväxten på årsbasis sedan 1981. Att historien inte är en garanti för framtiden är viktigt att väga in men under den

tidsperioden inkluderas både hög och lågkonjunkturer vilket kan ge en mer långsiktigt rättvis tillväxttakt.

KnowIT	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	Terminal
Omsättning	3 052,0	3 376,5	3 667,1	3 908,2	4 125,5	4 313,0	4 465,2	4 577,5	4 646,2	4 810,2	<b>4 810,2</b>
Tillväxt - omsättning	11,7%	10,6%	8,6%	6,6%	5,6%	4,5%	3,5%	2,5%	1,5%	3,5%	<b>1,7%</b>

Tillväxttakten under prognosåren baseras på en analys utifrån de huvudsakliga tillväxtdrivarna som nämnts tidigare. Den senaste tiden har omsättningen per anställd ökat kraftigt, vissa år över 10 %, men den takten anser jag inte långsiktigt hållbar utan på lång sikt räknar jag med att den antar en 1 %. En annan viktig faktor är antalet anställda som jag antar kommer öka med 1,5 % per år vilket baseras på historik.

Omsättning	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E
Antal anställda i snitt	1 892,0	1 920,3	1 949,1	1 978,4	2 008,1	2 038,2	2 068,8	2 099,8	2 131,3	2 163,2
Omsättning / anställd	1,58	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0
Δ antal anställda	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Δ omsättning / anställd	8,0%	6,0%	5,0%	4,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Omsättning	2 996,5	3 223,9	3 435,9	3 626,9	3 791,7	3 925,6	4 024,3	4 125,5	4 229,3	4 335,7
<b>Omsättningstillväxt</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,6%</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>4,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>

## Base Case

Utifrån givna antaganden och en aktiekurs på 166,60 kr har min värdering resulterat i en **motiverad aktiekurs på 222,65 kr**. Detta motsvarar en **potentiell uppsida på 33,6 %** givet att antagandena stämmer. Antagandena bygger på att företaget kan stå emot en sämre konjunktur men att tillväxten kommer att mattas av. Detta antas påverkas både av konjunkturen men även kompetensförsörjningen.

Några anledningar till att aktien handlas lägre än detta kan vara oron över att konsulter generellt är bland de första som påverkas negativt av konjunkturförändringar och att tillväxtmöjligheterna är relativt begränsade.

## Bull Case

Det kan vara så att vissa antaganden är för pessimistiska och att exempelvis konjunkturer visar sig fortsätta uppåt. Genom att ta hänsyn till detta i ett antal avseenden kan ett högre motiverat värde härledas.

En rimlig justering skulle vara att minska den bolagsspecifika risken i Knowit till 1 %. Det kan motiveras av att Knowit värderas lägre än branschsnittet samt att bolaget visat mindre konjunkturkorrelation än väntat vilket skulle resultera i en WACC på 6,6 %. Ett annat antagande som kan vara för pessimistiskt är förändringen i omsättning per anställd. Det skulle, istället för att röra sig mot 1 %, kunna hålla sig kring 2 % som är Riksbankens

inflationens mål vilket i någon mening skulle motivera en prishöjning långsiktigt kring denna nivå. Att omsättningen per anställd ökar skulle vara rimligt i ett scenario där efterfrågan är fortsatt hög och bolaget lyckas möta efterfrågan.

Detta ger istället en **motiverad aktiekurs på 256,63 kr** och en **potentiell uppsida på 54 %**.

### Bear Case

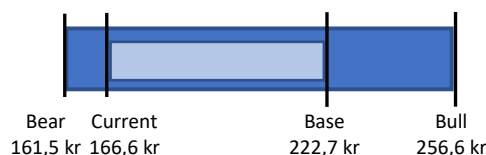
Självfallet kan det även visa sig vara motsatt och att antagande varit allt för optimistiska. En sak kan vara att den uthålliga tillväxttakten är för hög. Det skulle kunna vara så att den är för hög och att den snarare skulle vara närmre 1 %. Om det motsatta fallet, jämfört med tidigare scenario, att konjunkturen påverkar och/eller företaget inte kan möta efterfrågan kommer tillväxten inte kunna fortsätta öka i samma takt.

Inte heller är allt för osannolikt är att den höga konkurrensen och ogynnsamma upphandlingar inom offentlig sektor skulle pressa marginalerna. Med en lägre EBIT-marginal på 6,5 % under prognosåren och en evig tillväxttakt på 1,0 % blir den **motiverade aktiekursen 161,52** med en **potentiell nedsida på 3,1 %**.

### Sammanfattning

---

Värderingen hamnar alltså på 222,56 kr med och på ett intervall kring 161 och 256 kr givet justeringar av antaganden. Det innebär att min värdering pekar på att Knowit i nuläget värderas pessimistiskt utifrån mina antaganden. Anledningen till det kan vara att det funnits en del mörka moln på himmelen såsom konjunktur, konkurrens och prispress.



Relativvärderingen pekar på att Knowit är undervärderad relativt peers men inte riktigt i samma utsträckning som min DCF-värdering, alltså kan det mina antaganden vara något optimistiska, vilket bör beaktas. Det är även möjligt att marknaden anser risken i Knowit större än mitt antagande, vilket skulle innebära ett högre avkastningskrav.

Anledningen till den positiva värderingen bygger på ovanstående analys. I grund och botten beror det på den operativa verksamheten som under en längre tid gått bra, och jag ser inga större bolagsspecifika anledningar till att detta ska ändras. Bolaget har ett gott rykte både bland kunder och arbetstagare vilket är av stor betydelse för verksamheten. Utmaningarna är att fortsätta leverera på toppnivåer och risken för eventuell konjunkturförsämring. Fördelen här är den strukturella tillväxten inom branschen som sannolikt kommer fortsätta. Det största orosmolnet för mig är de begränsade tillväxtmöjligheterna. Dessa avgörs i stor utsträckning av att öka antalet konsulter vilket vidare beror på rykte, lön och tillgång på kompetens, där det senare inte går att påverka från bolagets sida.





## Appendix 2 – Relativvärdering

Company	Ticker	Currency	Market			Revenue			Net Income			EBITDA			EBIT					
			EV	Cap	LTM	2018	2019	2020	LTM	2018	2019	2020	LTM	2018	2019	2020	LTM	2018	2019	2020
Knowit AB (publ)	KNOW	SEKm	3 238	3 162	3 001	3 111	3 368	3 559	226	235	264	284	320	333	367	393	303	316	351	376
Tieto Oyj	TIETO	EURm	2 178	1 969	1 587	1 607	1 655	1 702	124	130	135	139	214	212	217	225	158	161	169	176
Acando AB	ACAN	SEKm	3 049	3 069	2 720	2 821	3 089	3 269	214	220	245	263	289	297	337	360	267	275	315	338
HIQ International AB	HIQ	SEKm	2 783	2 850	1 840	1 867	1 983	2 097	153	159	180	193	213	219	245	261	198	203	231	247
CGI	CGI	CADm	23 007	21 390	11 507	11 614	12 057	12 420	2 098	2 125	2 252	2 345	1 705	1 727	1 845	1 925	1 141	1 238	1 329	1 393
Semcon AB	SEMC	SEKm	870	903	1 826	1 855	1 929	2 016	130	131	151	168	119	119	139	155	88	92	105	118
Accenture PLC	ACN	USDm	100 188	104 822	41 603	40 612	43 972	47 114	6 435	6 896	7 418	8 001	5 841	5 984	6 478	7 031	4 392	4 505	4 832	5 246
Capgemini SE	CAP	EURm	19 565	17 396	12 712	13 151	13 979	14 736	1 615	1 870	2 024	2 144	1 326	1 545	1 694	1 802	751	1 030	1 143	1 236
Company	EV / Sales				CAGR	EV / EBITDA				CAGR	EV / EBIT				CAGR	P / E				CAGR
	LTM	2018	2019	2020	'18-'20	LTM	2018	2019	2020	'18-'20	LTM	2018	2019	2020	'18-'20	LTM	2018	2019	2020	'18-'20
Knowit AB (publ)	1,1x	1,0x	1,0x	0,9x	7,0%	10,1x	9,7x	8,8x	8,2x	8,6%	10,7x	10,2x	9,2x	8,6x	9,1%	14,0x	13,5x	12,0x	11,2x	10,0%
Tieto Oyj	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x	2,9%	10,2x	10,3x	10,0x	9,7x	3,1%	13,8x	13,5x	12,9x	12,4x	4,5%	15,8x	15,1x	14,6x	14,1x	3,4%
Acando AB	1,1x	1,1x	1,0x	0,9x	7,6%	10,5x	10,3x	9,1x	8,5x	10,2%	11,4x	11,1x	9,7x	9,0x	10,8%	14,4x	13,9x	12,5x	11,7x	9,2%
HIQ International AB	1,5x	1,5x	1,4x	1,3x	6,0%	13,1x	12,7x	11,4x	10,7x	9,3%	14,1x	13,7x	12,1x	11,2x	10,3%	18,6x	18,0x	15,8x	14,8x	10,2%
CGI	2,0x	2,0x	1,9x	1,9x	3,4%	13,5x	13,3x	12,5x	12,0x	5,6%	20,2x	18,6x	17,3x	16,5x	6,1%	10,2x	10,1x	9,5x	9,1x	5,0%
Semcon AB	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x	4,2%	7,3x	7,3x	6,3x	5,6x	14,1%	9,9x	9,5x	8,3x	7,4x	13,3%	6,9x	6,9x	6,0x	5,4x	13,2%
Accenture PLC	2,4x	2,5x	2,3x	2,1x	7,7%	17,2x	16,7x	15,5x	14,2x	8,4%	22,8x	22,2x	20,7x	19,1x	7,9%	16,3x	15,2x	14,1x	13,1x	7,7%
Capgemini SE	1,5x	1,5x	1,4x	1,3x	5,9%	14,8x	12,7x	11,6x	10,9x	8,0%	26,1x	19,0x	17,1x	15,8x	9,6%	10,8x	9,3x	8,6x	8,1x	7,1%
Median	1,4x	1,4x	1,4x	1,3x	5,9%	11,8x	11,5x	10,7x	10,2x	8,5%	13,9x	12,3x	10,9x	10,1x	9,3%	14,2x	13,7x	12,3x	11,4x	8,5%
Average	1,4x	1,4x	1,3x	1,3x	5,6%	12,1x	11,6x	10,6x	10,0x	8,4%	16,1x	14,7x	13,4x	12,5x	8,9%	13,4x	12,7x	11,6x	10,9x	8,2%
Max	2,4x	2,5x	2,3x	2,1x	7,7%	17,2x	16,7x	15,5x	14,2x	14,1%	26,1x	22,2x	20,7x	19,1x	13,3%	18,6x	18,0x	15,8x	14,8x	13,2%
Min	0,5x	0,5x	0,5x	0,4x	2,9%	7,3x	7,3x	6,3x	5,6x	3,1%	9,9x	9,5x	8,3x	7,4x	4,5%	6,9x	6,9x	6,0x	5,4x	3,4%