

# Know IT

## Flyttar fram positionerna

Inledande bevakning  
Nasdaq OMX Small Cap  
Köp  
Risk: Medel

- Know IT går starkt genom krisen
  - Hög operationell och finansiell stabilitet ger utrymme att ta marknadsandelar
- Gynnsam positionering vad gäller kunder och tjänster begränsar risken
  - Offentlig sektor svarar för 30% av försäljning
- Inbrytning på övriga nordiska marknader stärker tillväxt- och vinstutsikter
  - Förvärv av Endero bidrar till marginaler och vinst från start
- Värderas med en omotiverad rabatt till övriga konsulter
  - Kan mycket väl vändas till premie när konjunkturen vänder

Know IT har den senaste tioårsperioden vuxit kraftigt såväl organiskt som genom framgångrika förvärv och etablerat sig som en betydande aktör på den svenska och nordiska marknaden för IT-tjänster. Vi ser fortsatt goda möjligheter att ta marknadsandelar på en fragmenterad marknad.

Med en marginal som etablerat sig på 10% och över och en begränsad operativ risk vad gäller erbjudande och kundexponering har koncernen en stark bas att expandera ytterligare från. Förvärv i Norge och Finland ger brohuvuden i dessa marknader och stärker ytterligare tillväxtutsikterna. Nyligen förvärvade finska Endero bör, liksom norska Objectnet häromåret, bidra till marginaler och vinst redan från start.

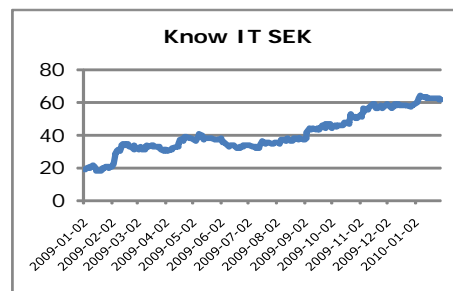
En klar sentimentsförbättring hos IT-konsulterna mot slutet av förra året bådär gott vad gäller en möjlig marknadsåterhämtning under 2010. Risker ser vi främst från en utdragen svag allmän konjunktur, ökad priskonkurrens från offshoreaktörer och omstrukturering hos vissa kunder. Detta är dock faktorer som påverkar samtliga konsulter och enligt vår bedömning Know IT i mindre grad. Mot den bakgrunden är värderingsrabatten för Know IT i förhållande till sektorn i övrigt omotiverad. Vi bedömer att aktien är undervärderad med mellan 20 och 40%.

### Nyckeltal

	Omsättning MSEK	VPA, kr	P/E	EV/EBIT	EV/S
2007	982	5,65	10,5	8,3	0,8
2008	1308	6,93	2,4	2,8	0,3
2009P	1366	6,23	9,8	7,9	0,8
2010P	1621	7,71	7,9	5,7	0,6

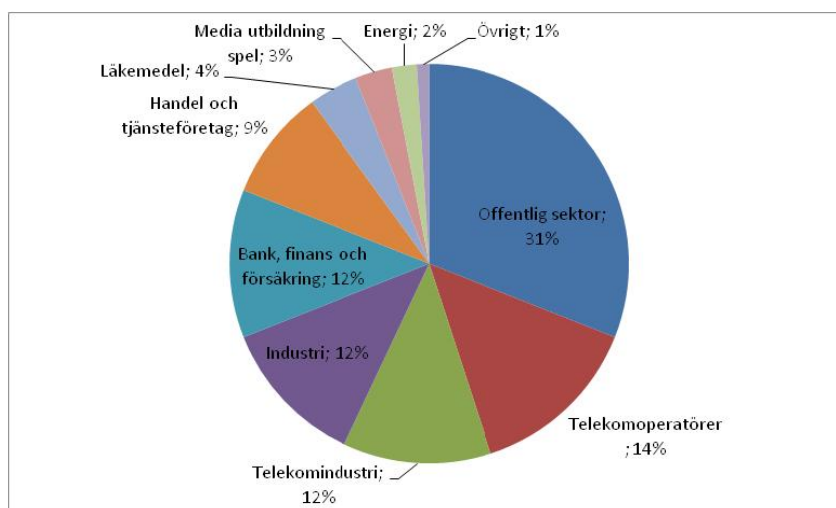
### Aktiedata

Aktiekurs, kr	61,25	Sektor	IT
Marknadsvärde, MSEK	993	Lista	Small Cap
Antal aktier, milj	16,2	Risk	Medel
Nettoskuld(+)/Kassa(-) MSEK	155	Börspost	1
Enterprise Value (EV) MSEK	1149	Nästa rapport	2010-02-04



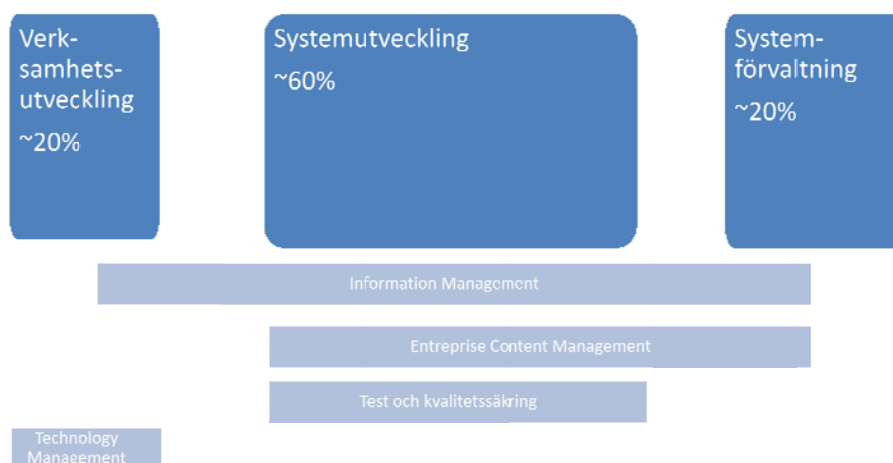
### Brett erbjudande, lokal närvaro och nordisk expansion

Know IT har de senaste åren vuxit snabbt och är en IT-konsult som marknadsandelsmässigt ligger strax under de största aktörerna på den svenska marknaden som Logica, Tieto, IBM, EDS och EDB. Bolaget har ca 1350 medarbetare på 28 kontor i Norden. Know IT är framförallt verksam inom områdena Verksamhetsutveckling, Systemutveckling och Systemförvaltning, där Systemutveckling dominerar med ca 60%. Ett kännetecken är således ett förhållandevis brett erbjudande av tjänster. Ett annat kännetecken är att koncernen består av många och i de flesta fallen relativt små lokala enheter – därav koncerndevisen "Det stora företaget med det lilla företagets själ".



Know IT omsättning per kundbransch 2008. Källa bolaget.

Know IT har identifierat ett antal tillväxtområden inom de tjänster som företaget erbjuder: Information Management (idag störst), Enterprise Content Management, Test och kvalitetssäkring och Technology Management. Strävan är att öka andelen lösningsleveranser och långa uppdrag.



Schematisk illustration över Know ITs tjänster och identifierade tillväxtområden (ljusblått). Small Caps uppskattning.

***Tubulens och negativ tillväxt 2009...***

### **Marknad och trender**

IT-konsultmarknaden i Norden har genomlevt ett par turbulenta år. Från att ha sett få moln på himlen fick finanskrisen snabbt genomslag hos kunder och omedelbara sparåtgärder infördes. Detta är inte helt lätt att hantera i personalintensiva konsultföretag och svångremmarna drogs åt i snabb takt.

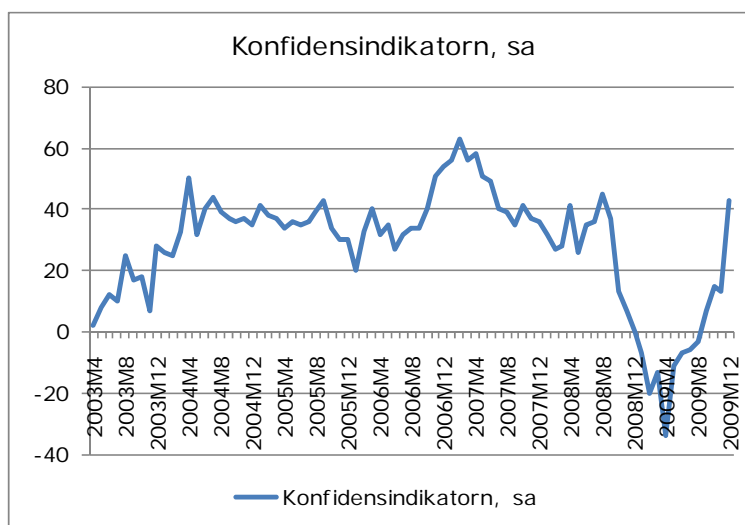
Krisen gjorde att alla offensiva planer lades på is och fokus kom att handla om att spara och överleva samt förbättra den egna positionen gentemot konkurrenterna. Marknaden i Sverige är fortsatt väldigt fragmenterad med några få stora aktörer kombinerat med ett myller av mindre bolag. Logica som köpte WM-Data, Tieto som för många år sedan köpte Enator samt IBM är tre stora aktörer på en i övrigt splittrad och delvis lokal marknad. Tillsammans har dessa aktörer 25-30 procent av totalmarknaden. Know-IT håller enligt Smallcap på att utkristallisera sig som en av de spelare som kan ta upp kampen om mellansegmentet av kunder och potentiella kunder.

***...har ändrats till försiktig optimism om tillväxt.***

Under andra halvan av 2008 och första halvan av 2009 upplevde marknaden en relativt stark prispress och här menar Smallcap att industrin till stor del är sin egen värsta fiende. Brister i förmågan att påvisa nyttan av investeringar har gjort att alltmer kommit att handla om pris per levererad timma. Detta fick företagen obevekligt lida för så fort tillgången översteg efterfrågan på levererade konsulttimmar (tilläggas bör även att kunskapen och förmågan hos inköparna av tjänster är bristfällig i många fall, varför man väljer att fokusera på pris som är en enkel och tydlig faktor att stirra sig blind på).

### **Förbättringar kan skönjas**

Enligt Konjunkturinstitutets undersökning har sentimentet hos it-konsulterna vänt upp tydligt, dock från låga nivåer, efter den dramatiska försämringen under slutet av 2008 och början av 2009. Allmänt sett upplevs visibiliteten som låg men en generell bedömning tycks vara att en tydlig förbättring skett under fjärde kvartalet.

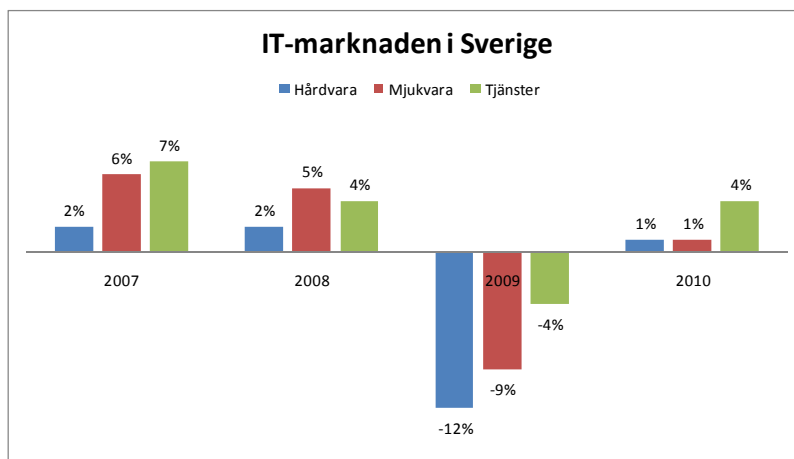


Konfidensindikator för datakonsultbranschen. Källa Konjunkturinstitutet.

Botten vad beträffar prispress är förmodligen nådd. För den här gången kanske vi bör tillägga. Grunden för tillväxt finns och det pågår en förändring där företag och organisationer successivt lämnar över ansvaret för området och som har kraft att ta del av snabba systemförändringar.

När finsk-svenska Tieto nyligen hade kapitalmarknadsdag nämndes outsourcing som en tydlig trend och företrädare för bolaget talade om en total marknadstillväxt om 2-3 procent under 2010. Outsourcing innebär ofta ett längre åtagande som ger leverantören möjlighet att komma in och utveckla verksamheten och inhämta tilläggsbeställningar. Det ger en stabilare verksamhet och inverkar även positivt på företagets möjlighet att få behålla personalen då en stor andel outsourcingkontrakt och ramavtal uppfattas som en stabil och trygg miljö att arbeta inom. Enligt Radar group har fem aktörer (CSC, IBM, Logica, Tieto samt Volvo IT) mer än 50 procent av marknaden inom segmentet. Lågkonjunkturen har gjort företag och myndigheter mer benägna att outsourca verksamhet eftersom det ger en tydligare kostnadskontroll och ger utrymme för fokus på kärnverksamheten. Här har Know IT och andra mindre och medelstora aktörer en hel del arbete framför sig om de vill kapa åt sig större delar av segmentet.

Som vi kan se av nedanstående diagram så var det hårdvara och mjukvara som fick ta den största smällen förra året medan tjänster klarade sig något bättre. Radar group förutspår en tillväxt för tjänstemarknaden på fyra procent för 2010.

**Hopp om tillväxt 2010**

Källa: Radar Group

Förutom outsourcing är en annan tydlig trend att de större kunderna föredrar leverantörer som har en god geografisk spridning, i likhet med beställarna själva. Ytterligare en trend är att offentlig sektor för närvarande växer mer än företagssektorn. Myndigheter har insett att det finns stora besparingar i bra system samt att information och service till allmänheten via IT har blivit något som krävs för att bedriva en effektiv verksamhet.

**Offshoring samt omstruktureringar inverkar negativt på tillväxtförutsättningarna**

Trender som inverkar negativt på konsultmarknaden är även det som brukar kallas för offshoring, dvs att man lägger ut många it-tjänster till länder där lönekostnaderna är betydligt lägre än i Sverige, ofta även med bibehållen kvalitet och innehåll.

Utvecklingen inom telekomindustri och bank- och finanssektorerna är givetvis av stor betydelse för branschen som helhet då dessa grupper är stora inköpare av IT-tjänster. Historiskt har telekom haft en enorm betydelse för framväxten av en livskraftig IT-konsultindustri i Norden, och det kommer så att kvarstå under många år, även om beroendet successivt minskar. Trycket att lansera nya applikationer, sökandet efter nya affärsmodeller och de korta produktlivscyklerna kan skapa möjligheter för it-konsulterna, även om den utpräglade globaliseringen av och prispressen inom telekomindustrin är utmaningar. I det sammanhanget är givetvis Sony Ericssons försvagade position ett orosmoment för många svenska IT-konsulter. Även omstruktureringar av annan industri, exempelvis bilindustri har givetvis effekt på behovet av konsulter. Vad gäller bank- och finanssektorerna som uppskattningsvis står för ca 20% av totalmarknaden har osäkerheten minskat betydligt jämfört med för ett år sedan och ökade regulatoriska krav i spåren av finanskrisen är en faktor som sannolikt gynnar IT-efterfrågan.

När det kommer till konsolidering är det förmodligen så att det behövs aktörer i alla storlekar inom konsultvärlden och att inte speciellt mycket skulle bli bättre om en ökad konsolidering ägde rum. Det handlar troligen mer om att bygga närvaro hos kunder och tänkbara kunder, samt att

identifiera kundernas behov. Här bedömer Smallcap att Know-IT har en fin positionering och kan växa starkt under många år även i en marknad utan konsolidering.

***Know IT har klarat lågkonjunkturen bra***

**Begränsad effekt från sämre marknad 2009**

Know IT förefaller än så länge ha lyckats hantera lågkonjunkturen förvånansvärt väl. Omsättningen ökade faktiskt under perioden t o m september i år, detta är dock tack vare förvärvet av Net Result som genomfördes under andra halvan av 2008. För jämförbara enheter har det varit en viss tillbakagång. Inte desto mindre förefaller Know IT inte ha upplevt samma volymnedgång som flera av sektorkollegorna. Branschen är cyklisk, t ex fordonsindustrins problem har gett avtryck i räkenskaperna i många konsulter, och bl. a Semcon har tappat en tredjedel av omsättningen.

Managementkonsulting och verksamhet inom Affärssystem liksom projekt relaterade till telekom- och fordonsindustri har drabbats hårt medan outsourcing, säkerhet, lagring och områden som Enterprise Content Management utvecklas mer stabilt.

***Exponering mot offentlig sektor och outsourcing verkar stabiliserande***

Know ITs exponering mot offentlig sektor på 30 % är ungefär dubbelt så stor som den genomsnittlige konsulten vilket bidrar till att förklara att försäljningen utvecklats jämförelsevis stabilt. Även vad gäller typen av tjänster som företaget erbjuder finns stabiliserande faktorer som att förvaltningsuppdrag utgör 20% av omsättningen.

**Bör växa snabbare än marknaden**

Bolaget har offensiva tillväxtambitioner och målet är att under perioden 2008-2010 växa 15% per år organiskt (inklusive nyetableringar), där tillväxt från förvärv kommer utöver detta. Även om 2008 var starkt förefaller detta svårt att nå, då det innebär att omsättningen inklusive annonserade förvärv måste fördubblas till 2010 jämfört med startåret 2007. En påtaglig konjunkturförbättring lär således krävas under nästa år för måluppfyllelse. Det faktum att Know IT under i december genomförde ett större förvärv och vill öka rekryteringstakten tyder emellertid på att ledningen ser goda intjäningsmöjligheter trots konjunkturosäkerheten och trots att bolaget i den senaste delårsrapporten i likhet med andra konsulter var relativt återhållsam i sin utblick.

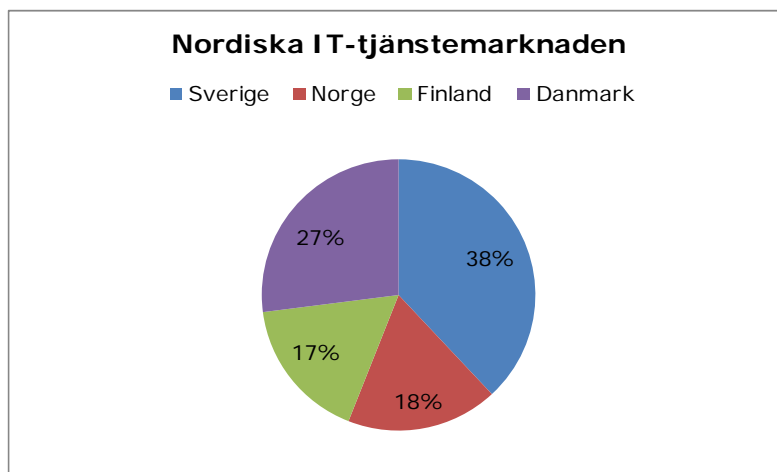
***Bra förutsättningar att ta marknadsandelar...***

Marknadstillväxten ligger väsentligt under 15%, de senaste fem åren har tillväxten snarare legat kring 5-6%. Då i synnerhet den svenska marknaden fortfarande är fragmenterad ser vi emellertid att det finns bra möjligheter att ta marknadsandelar, i första hand från mindre aktörer. Know IT med under 2,5 % av den svenska marknaden är enligt vår bedömning bra positionerat att bli en av vinnarna bland annat tack vare sin breda geografiska närvaro, goda lönsamhet och kassaflöden och då bolaget har

ett bra anseende som arbetsgivare vilket underlättar rekrytering och fortsatt tillväxt. Vi anser att det finns goda skäl att anta att Know IT kommer att växa snabbare än marknaden även kommande år.

Vad gäller tillväxtutsikterna så har en viktig ingrediens adderats de senaste åren genom etableringarna i Norge och Finland. Dessa förvärv medför sammantaget att den geografiska "hemmamarknadens" storlek för Know IT ungefär fördubblas. Den nordiska marknaden för IT-tjänster uppskattas till 150-160 Mdr SEK (Källa: EDB).

*...även i övriga Norden*



Källa EDB.

Med en relativt sett begränsad exponering mot t ex produktutveckling bedömer vi inte att Know IT tillhör de mest cykliska konsulterna och i ett scenario där en snabb konjunkturuppgång skulle realiseras kommer därför bolaget sannolikt inte att påverkas kraftigast i ett initialt skede. Vi ser det dock som troligt att Know IT kommer att försöka stärka sin position inom tjänster närmare produktutveckling för att flytta fram positionerna inför nästa konjunkturuppgång.

### Hög lönsamhet med utrymme till förbättringar

Den goda tillväxten de senaste åren har matchats av en stark marginalexpansion. Marknaden har givetvis under långa perioder varit i grunden gynnsam men Know IT har även utnyttjat detta på ett effektivt sätt. Marginalerna har också påverkats positivt av framgångsrika förvärv. Know IT har köpt flera mindre och medelstora bolag med god lönsamhet och undvikit större "transformerande" förvärv vilket kan ha underlättat integrationsarbetet.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Oms tillväxt %	-26,3	-20,7	-9,6	30,1	39	42	29	33
EBITA- marginal	-3,7%	2,9%	4,5%	5,8%	8,5%	9,1%	10,3%	11,6%

Know IT tillhör numera toppskiktet bland de noterade konsulterna vad avser marginaler. En intressant iakttagelse är att intäkter och personalkostnad per konsult inte heller verkar skilja sig så mycket åt mellan

den lönsamhetsmässiga "branschstjärnan" HiQ och Know IT. Skillnaden i marginaler verkar således huvudsakligen bestå i att andelen kostnader av overheadkaraktär är större i Know ITs fall. En del av detta borde förklaras av en högre lokal närvaro då Know IT har 23 kontor i Sverige medan HiQ har sex.

**Lönsamma konsulter,  
men många kontor ger  
hög andel overhead**

2008	Know IT	HiQ
Intäkt/anställd MSEK	1,26	1,16
Personalkostnad/anställd MSEK	-0,80	-0,74
Rörelsemarginal	10,9%	16,4%

Vi är medvetna om att en av Know ITs framgångsfaktorer har varit den lokala etableringen som gett goda relationer med och förtroende hos många kunder. Nackdelen är att en alltför lokal etablering sannolikt innebär att vissa kostnader dupliceras. Även om ledningen snarare framhåller att den lokala etableringen och mindre enheter ger förbättrat kostnadsfokus så tyder jämförelsen med HiQ på att det möjligen finns besparingar att göra med att slå ihop vissa kontor till större enheter. Å andra sidan finns det givetvis en risk att kundrelationer påverkas negativt av sådana övningar. Inget tyder i dagsläget heller på att några större omstruktureringsåtgärder är i antågande, snarare verkar fokus ligga på tillväxtsatsningar.

#### **Förvärv och framflyttade positioner bör ge snabb vinstuppgång på en förbättrad marknad**

Vad gäller marknaden under innevarande år finns som sagt signaler att botten har passerats. Kalendermässigt är 2010 gynnsamt relativt tidigare år (i synnerhet andra kvartalet) och antagligen kommer den svenska ekonomin att växa åtminstone måttligt. Branschbedömare förefaller som framgår ovan räkna med en låg till måttlig ensiffrig tillväxt.

Sammantaget förefaller en organisk volymtillväxt på omkring fem procent under 2010 realistisk i våra ögon. Know IT preciserar inte debiteringsgraden men den uppges föga förvånande ha fallit under 2009, dock förbättrades den under tredje kvartalet. Även om Know IT redan har hög debiteringsgrad i dagsläget så är en stabilisering eller viss förbättring under nästa år sannolik i takt med att marknaden förbättras något.

**Förvärv av finska Endero  
adderar 10 procent till  
omsättningen 2010**

Till detta kommer förvärvet av finska Endero som adderar ca 10% till omsättningen och som förefaller vara något av ett "mini-Know IT" och har uppvisat stark tillväxt de senaste åren. Förvärvet påminner utifrån sett en del om köpet av norska Objectnet häromåret, en affär som hittills varit en framgång. Förhoppningen är troligen att använda dessa bolag som brohuvuden i syfte att kopiera Know ITs svenska resa även i grannländerna. Sannolikt är detta arbete lättare att göra i Norge än i Finland då den senare marknaden är mer koncentrerad med Tieto som dominant medan den norska marknadsstrukturen är mer lik den svenska.

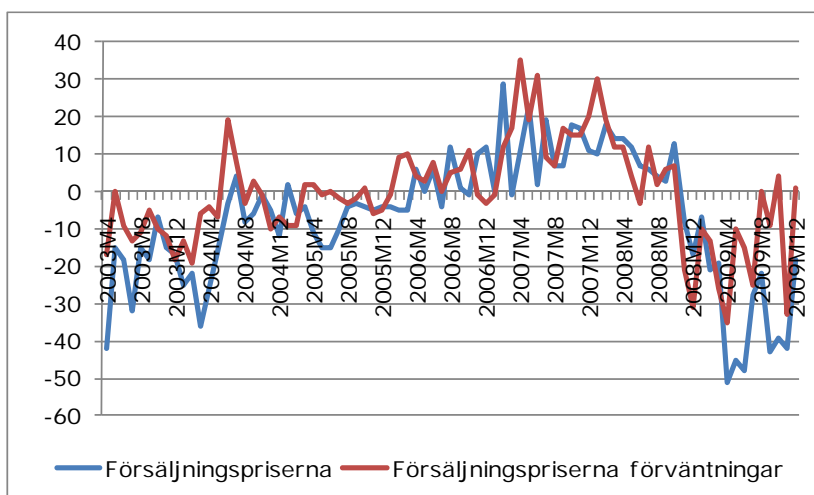


### Växande andel ramavtal

Det talas mycket om prispress i branschen från större konsultköpare. I Know ITs fall har dock effekten hittills inte varit så betydande. En förklaring är en relativt begränsad exponering mot telekomindustri, som ur prissynpunkt är ett av de värre drabbade segmenten. En stor del av omsättningen (>60%) kommer också via ramavtal vilket kan verka dämpande på prisrörelser såväl nedåt som uppåt. Outsourcingaffären, om än inte dominerande i Know Its verksamhet, förefaller också vara stabiliserande för marginalen och är en marknad som gynnats av de ökade sparkrav som kommit i bakvattnet av den försämrade konjunkturen, något som även Logica rapporterat om. Ett osäkerhetsmoment vad gäller prisbilden är att prissänkningar kan slå igenom med viss eftersläpning i takt med att stora kontrakt omförhandlas.

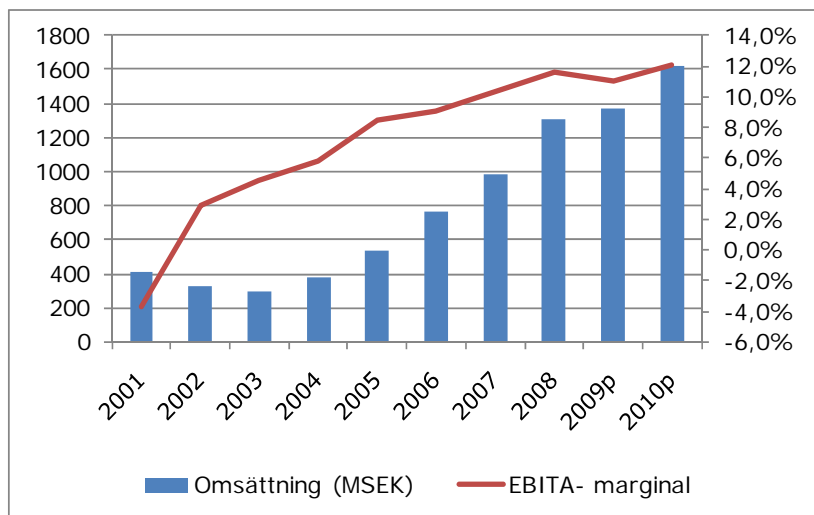
Know ITs egen bedömning är att prispressen generellt sett är över för denna gång. Denna uppfattning verkar dock inte fullt överensstämma med synen hos branschen i övrigt, åtminstone att döma av Konjunkturinstitutets undersökning där majoriteten fortfarande är pessimistisk om priserna.

Mindre negativ syn på priser mot slutet av förra året.



Försäljningspriser för Datakonsulter, utfall och förväntningar, andel positiva minus negativa svar. Källa Konjunkturinstitutet.

Vi har utgått från att priserna kommer att hålla sig relativt stabila under 2010. Endero har en marginal över koncernsnittet och kommer därför att inverka positivt på marginalen. Vi har också räknat med att högre volymer och sannolikt en viss högre debiteringsgrad påverkar marginalen positivt.



Omsättning och EBITA-marginal för Know IT 2001-2010. Källor: Bolaget, Smallcap (prognoser avseende 2009 och 2010)

Sammantaget räknar vi med att vinsten var i stort sett oförändrad 2009 för att vinsttillväxten (EBIT) sedan kommer uppgå till ca 35% under detta år. Vid första anblick kan det framstå som ett aggressivt antagande, dock är detta knappast exceptionellt i ett historiskt perspektiv, den genomsnittliga vinsttillväxten sedan 2002 ligger på knappt 50%.

#### Kostnadskontroll och stabil efterfrågan talar för ett utmärkt 4 kv.

Know IT lägger fram sin bokslutskommuniké den 4 februari. I samband med den senaste rapporten bedömde ledningen att bolaget skulle klara den svåra marknadssituationen väl under det avslutande kvartalet. Bolaget såg faktiskt också en hyfsad situation inom flertalet vertikaler med undantag av telekomindustri och viss verkstadsindustri. Vidare sa VD att man skulle öka takten i rekrytering.

Rapporten för tredje kvartalet var mycket stark givet marknadsförutsättningarna och i synnerhet vad gäller kostnader och marginaler. Som en av ytterst få konsulter lyckades Know IT under perioden öka rörelseresultatet jämfört med föregående år. Även om det blir svårt att matcha en tuff jämförelseperiod 2008 tror vi på ett liknande scenario under fjärde kvartalet. Sammantaget tror vi att omsättning, vinst och marginaler landade snäppet under det rekordstarka fjärde kvartalet 2008 vilket i så fall får betraktas som en mycket god prestation.

	MSEK	4 kv 2008	4 kv 2009p
Omsättning		377,9	367
% YoY			-3,0%
Rörelseresultat EBIT		43,7	41,0
Marginal %		11,6%	11,2%

Know IT har en utdelningspolicy som stipulerar att det kapital som inte behövs till planerad expansion av verksamheten ska delas ut till aktieägarna. Tack vare sina starka kassaflöden så har bolaget historiskt varit generöst med utdelningar, även om förvärv hamnat mer i fokus de senaste åren. Förra året sänktes utdelningen från 2,75 till 2,25 SEK men vi tror att det finns goda förutsättningar för att en höjning kommer att föreslås igen i samband med bokslutskommunikén. Vi har räknat med en höjning till 2,5 SEK men en "återställning" till 2,75 SEK kan absolut inte uteslutas även om hänsyn ska tas till att antalet aktier har ökat.

Ur ett svenskt aktieägarperspektiv vore ett split/inlösenförfarande att föredra framför traditionell utdelning (i likhet med vad t ex HiQ genomförde under förra året). Då Know IT emellertid fått nya finska storägare så är det möjligt att inlösenfrågan inte är prioriterad på kort sikt. Styrelsen har mandat att återköpa maximalt tio procent av aktierna. Detta har dock ännu inte alls utnyttjats, vilket i backspegeln framstår som väl konservativt.

### Risker

Know-IT bygger mycket av sin tillväxt på mindre och medelstora förvärv kombinerat med en aktiv rekrytering. När Smallcap träffade VD Anders Nilsson i december 2009 så uttryckte han en försiktig optimism om kommande förvärv och strax innan jul berättades detta i form av förvärvet av Endero. Huvuddelen av köpeskillingen görs med aktier vilket betyder att ledningen (och det förvärvade bolagets aktieägare) anser att aktien är tillräckligt attraktivt värderad för att kunna användas som valuta. Förutsättningarna för tillväxt är alltså goda.

Det är alltid riskfyllt att köpa kunskapsföretag och många är de som hamnat snett och tvingats helt omvärdera gjorda förvärv. Smallcap ser dock att Know-IT under nuvarande ledning har lyckats väl genom åren och vår bedömning är att bolaget har insikt och ett bra förhållningssätt kring de processer och genomlysningar som föregår ett förvärv, likväl som kunskap och erfarenhet av den process som infaller efter förvärvet, dvs integrationen.

Den finansiella ställningen hos Know IT är god med stabilt kassaflöde och en skuldsättning som inte ger upphov till oro. Vid något tillfälle har skuldsättningen varit i högsta laget till följd av den snabba expansionen, men dagens kassaflöden ger bolaget en god grund att stå på och ger möjlighet till fortsatt expansion. I och med förvärvet av Endero får man nu även en finansiellt stark storägare som kan underlätta finansiering av ytterligare expansion. Vi ser i dagsläget ingen anledning till oro över den finansiella ställningen hos Know IT.

De immateriella anläggningstillgångarna uppgår efter förvärvet av Endero till drygt 800 miljoner. Detta överstiger eget kapital, men efter avstämning

***Nuvarande ledning har lyckats väl historiskt***

***God finansiell ställning ger utrymme för vidare expansion***

med bolaget ser vi inga behov av åtgärder med anledning av detta. Bolagets struktur känns solid och på en direkt fråga om det finns problemområden att ta tag i blev svaret nej. Detta kan givetvis ändras men vi upplever att ledningen har god kontroll över var problem kan uppstå, samt att de har visat förmåga att agera historiskt (t ex avvecklat olönsam verksamhet i Ronneby).

Nyrekrytering sker på bred front och det faktum att Know IT har många kontor gör kontaktytorna större och underlättar rekrytering. Därtill kommer en grundmurad företagskultur och en perception av bolaget som en stabil mindre/medelstor aktör med kraft och vilja att utmana och växa. Smallcap bedömer att Know IT kommer att kunna fortsätta rekrytera i hög takt även framöver.

**Personalomsättningen  
låg under 2009**

Personalomsättningen är ständigt en faktor som har betydelse för konsultföretagens utveckling. Den varierar oftast i takt med konjunkturen i allmänhet och i den senaste kvartalsrapporten från Know IT beskrevs den logiskt som låg. Smallcap bedömer att bolaget kan fortsätta att ha en relativt sett låg personalomsättning i takt med att outsourcing och ramavtal blir en allt viktigare del av verksamheten. Särskilt i kombination med ovan beskrivna företagskultur och positionering på marknaden (stabil mindre/medelstor aktör med kraft och vilja att utmana och växa).

**Ägarbild**

**Stark "partner" i  
expansionen österut**

I och med förvärvet av Endero får Know IT en ny relativt sett stor ägare i form av Atine Group Oy som efter den riktade nyemissionen om 1,35 miljoner aktier äger drygt 8 procent av Know IT. Vice VD i Atine, Ben Wrede, kommer också att ingå i styrelsen för Know IT. Atine är en investmentgren som i sin tur ägs av Virala Group som i sin tur är en del av familjen Ernrooths företagsfär (ibland har familjen kallats för Finlands Wallenberg). Atine tillför ett starkt nätverk i Finland och bör underlätta expansionen österut väsentligt.

<b>AKTIEÄGARE</b>	<b>Aktier/Röster</b>
Virala/Atine	8,6%
Avanza Pensionsförsäkring	5,6%
Fauzia Nordlund	4,8%
Länsförsäkringar småbol. Fond	2,5%
Robur Småbolagsfond	2,5%
Clearstream	2,5%
Övriga	73,5%

**Preliminär ägarfördelning efter Enderoförvärvet, baserad på ägarförteckning per 30 november 2009**

I övrigt är ägarbildens relativt splittrad, något som i vissa situationer inverkar negativt på tillväxtpotentialerna. Know IT har nu byggt en stabil organisation och uppnått en storlek som borde göra bolaget attraktivt för större industriella spelare. Det faktum att Know IT klarat krisen på ett

övertygande sätt stärker denna uppfattning även om vi inte ser ett uppköp som nära förestående. Positioneringen och den geografiska spridningen öppnar dock upp för att större aktörer håller ögonen på Know IT.

### **Omotiverad värderingsrabatt lär inte bestå**

IT-konsulterna tillhörde en av de sektorer som såldes ned kraftigast under börsrasen. Farhågor att konjunkturnedgången ska slå lika hårt mot branschen som under IT-/telekomkraschen i början av seklet låg sannolikt bakom. Den höga andelen fasta kostnader i form av personal är givetvis en riskfaktor i ett läge med snabbt fallande efterfrågan. Branschen förefaller dock betydligt mer mogen nu jämfört med förra lågkonjunkturen med bättre kostnadskontroll och de bolag som överlevde krisen levererar i högre grad verksamhetskritiska tjänster än vad som då var fallet. Detta i kombination med tecken på att efterfrågan har bottnat ger bilden av en lågt värderad sektor.

**Know IT värderas med  
rabatt mot sektorn.  
Omotiverat enligt  
Smallcap**

<b>Bolag</b>	<b>Kurs EV/EBIT 09P EV/S 09P</b>		
Know IT	61,25	7,7	0,80
Tieto	16,18	12,0	0,74
HiQ	32,40	12,4	1,54
Cybercom	27,90	8,8	0,69
Acando	13,80	12,3	0,62
Sigma	4,99	11,3	0,38
Connecta	63,75	10,7	0,91
<b>Genomsnitt ex Know IT</b>		<b>11,2</b>	<b>0,81</b>

[Källa Smallcap.se. EV/EBIT = Värdering av rörelsen i förhållande till rörelseresultat. EV/S = Värdering av rörelsen i förhållande till omsättningen.](#)

Vi bedömer att Know IT värderas lågt på relevanta parametrar jämfört med liknande bolag på Stockholmsbörsen i synnerhet i förhållande till vinst. I relation till omsättningen ligger värderingen ungefär som sektorn i genomsnitt. Vi anser att detta återspeglar en alltför konservativ syn på Know IT och en underskattning av bolagets tillväxtpotentialer. Möjligen är värderingsskillnaderna en följd av att marknaden anar en större förbättringspotential i vissa av de andra bolagen och kanske även en följd av en kvardröjande oro för Know ITs balansräkning. I det senare fallet bedömer vi att oron är överdriven och att de starka kassaflödena kan bära dagens skuldsättning.

En EBIT-multipel i linje med sektorn motsvarar enligt våra beräkningar en kurs på cirka 90 kr (proformajusterat för förvärvet av Endero). När konjunkturvändningen blir tydlig, och under förutsättning att vi inte ser någon påtaglig försvagning av Know ITs marknadsposition och lönsamhet, tror vi att det finns goda chanser att Know IT kommer att belönas med en värdering i den högre delen av spektrat. Detta som ett kvitto på att bolaget förstärkt sitt förtroende genom att hantera lågkonjunkturen så pass väl.

Vi har också använt en värderingsansats utifrån diskonterade prognostiserade kassaflöden. En sådan modell blir givetvis känslig för de mer eller mindre välgrundade antaganden som användaren gör. Med de, i

våra ögon, fullt rimliga antaganden som redovisas i tabellen ovan beräknar vi ett motiverat värde till drygt 90 kr. Med en riskfri ränta som ligger en procentenhet högre än idag sjunker det motiverade värdet till ca 85 kr. Höjer vi dessutom riskpremien med en procentenhet till 5,5% sjunker värdet ytterligare till ca 75 kr.

KASSAFLÖDESPROGNOSER (MSEK)											
	Bas	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Omsättningstillväxt		3,98%	19,12%	7,50%	7,50%	7,50%	6,60%	5,70%	4,80%	3,90%	3,00%
Intäkter	1308	1360	1620	1742	1872	2013	2145	2268	2376	2469	2543
EBIT	142	135	179	210	191	201	206	209	209	207	203
Marginal	10,9%	9,9%	11,1%	12,1%	10,2%	10,0%	9,6%	9,2%	8,8%	8,4%	8,0%
EBIT (1-t)	102	97	129	152	137	145	148	150	151	149	146
+ avskrivningar	19	20	22	24	25	27	29	31	32	33	34
- investeringar	4	4	5	5	5	6	20	34	48	63	77
- Förändr. rörelse	-20	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
= FCFF	137	113	147	170	157	166	157	147	134	120	104
Slutvärde											1 453

#### DCF-värdering

Riskpremie	4,50%	Tillväxt prognosperiod	7,3%	Företagsvärde MSEK	1708
Betavärde	1,50	Långsiktig tillväxt	3%	+ rörelsefrämmande tillgångar	32
Riskfri ränta	3,40%	Långsiktig ROIC	8,51%	- räntebärande skulder MSEK	243
Företagsränta	3,60%	NPV Prognosperiod MSI	883	Aktieägarvärde MSEK	1497
WACC	8,51%	NPV Stabil period MSEK	825	<b>Aktieägarvärde per aktie SEK</b>	<b>92,30</b>

#### Uppvärderingspotential om 20-40 procent

Våra värderingsansatser pekar således sammantaget på att Know IT-aktien är tydligt undervärderad med en potential på mellan 20 och 40 procent beroende på grad av konservatism i antagandena.

#### Slutsats

Know IT har de senaste åren tydligt stärkt sin position på den svenska IT-tjänstemarknaden. Som framgår ovan bedömer vi att bolaget utifrån flera aspekter är i en bra position för fortsatt lönsam tillväxt.

Värderingen är attraktiv både utifrån en kassaflödesvärdering baserad på rimliga antaganden om framtida tillväxt och lönsamhet och även relativt andra IT-konsulter. Aktien har haft en god utveckling men trenden bör kunna sträckas ut ytterligare då förhållandet mellan potential och risk fortfarande är gynnsamt enligt vår bedömning. Vi ser en potential för kursen att stiga till mellan 75 och 90 kr.

Vi ser ett flertal kurskatalysatorer. Vi tror att efterfrågan på IT-tjänster generellt kommer att förbättras under 2010 vilket kommer att ge ett bättre resursutnyttjande. Ett tecken på det är ett tydligt uppsving i sentimentet hos IT-konsulterna under senhösten. Under 2009 har fokus legat på outsourcingtjänster men ett uppdämt behov av strategiska IT-satsningar som lades på is i samband med finanskrisen kommer sannolikt också att bidra till en successiv marknadsförbättring så småningom. Mer specifikt för Know IT tror vi att bolagets rapport för fjärde kvartalet kommer att bli ännu ett styrkebesked med goda chanser att uppskattas av aktiemarknaden. Under innevarande år bör dessutom rekrytering, högre debiteringsgrad och Endero-förvärvet bidra påtagligt positivt till tillväxt i omsättning och vinst.

2010 och i synnerhet andra kvartalet är gynnsamt för IT-konsulterna vad gäller tillgängliga dagar. Vi räknar med att styrelsen föreslår en höjd utdelning i samband med bokslutskommunikén vilket i så fall även det vore en positiv signal.

IT-konsultbranschen är liksom många kundgrupper konjunkturkänslig och i ett riskhänseende är Know ITs breda kundbas därför en fördel. Prisutvecklingen är kanske den största osäkerhetsfaktorn då den snabbt försämrade konjunkturen under förra året kan ha skapat förväntningar om prisnedgångar hos många kunder inför kommande upphandlingar. Fortsatt god efterfrågan från offentlig sektor (många stora upphandlingar av ramavtal har t ex sammanfallit tidsmässigt) kan dock i gengäld mildra prispressen något.

RESULTATRÄKNING (MSEK)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
<b>Nettoomsättning</b>	<b>982</b>	<b>1 308</b>	<b>1 366</b>	<b>1 621</b>	<b>1 783</b>
<i>Förändring</i>	29%	33%	4%	9%	10%
Övriga rörelseintäkter					
Rörelsens kostnader	-874	-1 148	-1 206	-1 414	-1 545
<b>Bruttoresultat</b>	<b>109</b>	<b>161</b>	<b>159</b>	<b>207</b>	<b>238</b>
Avskrivningar	-10	-18	-25	-28	-28
<b>Rörelseresultat</b>	<b>99</b>	<b>142</b>	<b>135</b>	<b>179</b>	<b>210</b>
Räntenetto	1	-8	-6	-6	-2
Övriga finansposter					
Intressebolag					
Minoritetsintresse					
<b>Resultat före skatt</b>	<b>100</b>	<b>134</b>	<b>129</b>	<b>174</b>	<b>209</b>
<i>Förändring</i>	47%	34%	-4%	35%	20%
Extraordinära poster					
Full skatt	-28	-37	-36	-49	-58
<b>Redovisat resultat efter skat</b>	<b>72</b>	<b>97</b>	<b>93</b>	<b>125</b>	<b>150</b>
Våra justeringar efter skatt					
<b>Justerat resultat efter skatt</b>	<b>72</b>	<b>97</b>	<b>93</b>	<b>125</b>	<b>150</b>
Rörelsemarginal	10,0%	10,9%	9,9%	11,1%	11,8%
Fullskattesats	28%	28%	28%	28%	28%
Räntabilitet justerat eget kapital	30%	28%	21%	23%	22%
Räntabilitet sysselsatt kapital	27%	24%	17%	23%	26%
<b>KASSAFLÖDE (MSEK)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
<b>Kassaflöde före förändring i rörelsekapital och investeringar</b>	<b>110</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>153</b>	<b>178</b>
Minskning/ökning i rörelsekapital	13	21	5	32	20
<b>Kassaflöde före investeringar</b>	<b>123</b>	<b>136</b>	<b>123</b>	<b>185</b>	<b>198</b>
Investeringar i maskiner, fast. m	-177	-218	-75	-110	-30
Övriga investeringar, netto		1			
<b>Kassaflöde efter investeringar</b>	<b>-54</b>	<b>-80</b>	<b>48</b>	<b>75</b>	<b>168</b>
Utdelning	-28	-34	-31	-37	-45
Nyemission				75	
<b>Förändring i nettoskuld</b>	<b>-83</b>	<b>-114</b>	<b>16</b>	<b>112</b>	<b>124</b>
Självfinansieringsgrad	69%	63%	164%	168%	661%
Investeringar/Fakturering	18,0%	16,6%	5,5%	6,8%	1,7%
Investeringar/Avskrivningar	2496%	2366%	781%	982%	268%
<b>BALANSRÄKNING (MSEK)</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009P</b>	<b>2010P</b>	<b>2011P</b>
Likvida medel	109	115	115	115	115
Ej räntebärande omsättningstillgångar	265	284	296	351	387
Varulager					
Goodwill	412	743	728	786	769
Övriga anläggningstillgångar	29	32	98	121	140
<b>Summa tillgångar</b>	<b>815</b>	<b>1 173</b>	<b>1 236</b>	<b>1 373</b>	<b>1 410</b>
Ej räntebärande skulder	340	447	465	552	607
Räntebärande skulder	143	270	254	141	18
Konvertibla förlagslån					
Minoritetsandel	28	10	10	10	10
Eget kapital	305	447	508	671	777
<b>Summa skulder &amp; eget kapital</b>	<b>815</b>	<b>1 173</b>	<b>1 236</b>	<b>1 373</b>	<b>1 411</b>
Varulager/Fakturering					
Rörelsekapital/Fakturering	-1%	-3%	-3%	-3%	-3%
Räntebärande nettoskuld	34	155	139	26	-97
Nettoskuldsättningsgrad	12%	37%	29%	4%	-13%
Soliditet	37%	36%	39%	46%	52%



PER AKTIE (SEK)	2007	2008	2009P	2010P	2011P
<b>Ärsslutkurs</b>	<b>59,50</b>	<b>16,40</b>	<b>63,25</b>	<b>63,25</b>	<b>63,25</b>
<i>Förändring</i>	-6%	-72%	286%		
Börsvärde (MSEK)	758	229	941	1 026	1 026
Genomsnittligt antal aktier (miljoner)	12,74	13,98	14,87	16,22	16,22
<b>VPA (full skatt)</b>	<b>5,65</b>	<b>6,93</b>	<b>6,23</b>	<b>7,71</b>	<b>9,26</b>
<i>Förändring</i>	55%	23%	-10%	24%	20%
P/E-tal (full skatt)	10,5	2,4	10,2	8,2	6,8
P/S-tal	0,77	0,18	0,69	0,63	0,58
EBIT-multipel	8,3	2,8	8,1	5,9	4,5
<b>Kassaflöde per aktie e inv</b>	<b>-4,42</b>	<b>-5,74</b>	<b>3,21</b>	<b>4,60</b>	<b>10,37</b>
Kurs/Kassaflöde e inv.	-13,5	-2,9	19,7	13,8	6,1
<b>JEK</b>	<b>21,3</b>	<b>29,7</b>	<b>31,7</b>	<b>38,6</b>	<b>44,9</b>
<i>Förändring</i>	26%	40%	7%	22%	16%
Räntabilitet JEK	30%	28%	21%	23%	22%
Kurs/JEK %	280%	55%	200%	164%	141%
Substansvärde	21	30	32	39	45
Kurs/Substans	280%	55%	200%	164%	141%
<b>Utdelning</b>	<b>2,75</b>	<b>2,25</b>	<b>2,50</b>	<b>2,75</b>	<b>3,00</b>
<i>Förändring</i>	17%	-18%	11%	0%	9%
Direktavkastning %	4,6%	13,7%	4,0%	4,3%	4,7%
Utdelning/VPA	49%	32%	40%	36%	32%
Utdelning/JEK	12,9%	7,6%	7,9%	7,1%	6,7%

**Ansvarsbegränsning**

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Smallcap.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Smallcap.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Smallcap.se/Smallcap.se AB

**Disclaimer**

Smallcap.se är en oberoende aktör som ägs av Smallcap.se AB. Fokus ligger på analys av small- och microcapbolag.

**Intressekonflikter**

Smallcap.se strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Smallcap.se:s ställning som oberoende. Smallcap.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Smallcap.se:

- annonsering via banners och utskick
- uppdragsbevakning, uppdragsbevakningen är en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Smallcap.se

Smallcap.se:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Smallcap.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys. Eget innehav uppdateras löpande och finns tillgängligt på Smallcap.se

**Smallcap.se lämnar inte investeringsråd**

Analys och annat material på Smallcap.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Smallcap.se tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov. Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Smallcap.se analyserar. Kunden bör därför endast beakta Smallcap.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

**Källor**

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Smallcap.se försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Smallcap.se att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Smallcap.se prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias. Smallcap.se friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Smallcap.se.

Material publicerat på/av Smallcap.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.