



Analyst Group

TIME PEOPLE GROUP

UNDERVÄRDERAD SPECIALISTKONSULT MED GODA
TILLVÄXTUTSIKTER

2019-12-11

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
JOAKIM WALLDOFF



Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Time People Group AB (publ) ("Time People Group", "TPG" eller "Bolaget") är ett Svenskt specialist-konsultbolag som hjälper företag att utveckla och effektivisera deras verksamhet. Bolaget har sex stycken dotterbolag, som drivs självständigt och är specialister inom sina respektive nischer. Majoriteten av bolagets kunder återfinns inom bank, finans, och försäkring, och många av kunderna arbetar inom komplexa informationsmiljöer med höga säkerhets- och tillgänglighetskrav. Exempel på några av TPG:s största kunder är Swedbank, ICA, Nasdaq, SJ, och SEB. Bolaget är noterat på NGM Nordic MTF sedan 7 december 2017.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q2	5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9
Finansiell Prognos	10-12
Värdering	13-14
Bull & Bear	15
VD-intervju	16
Ledning & Styrelse	17-19
Appendix	20-21
Disclaimer	22



Värde drivare

Analyst Group ser en god vinstutveckling framöver för TPG, som en följd av ökande omsättning och stigande marginaler. Bolagets möjligheter till förvärv är också goda, och TPG estimeras göra ett förvärv under räkenskapsåret 2021.



Historisk Lönsamhet

TPG har en stark historik av lönsamhet, med konsekvent vinst de senaste 14 åren. Framgent estimeras lönsamheten öka, både för 2020 och 2021, och Analyst Group ser god hållbarhet i Bolagets intjäning. Marginalerna har dock historiskt sett varierat från år till år, och har de tre senaste åren sjunkit, vilket sänker betyget.



Riskprofil

Den finansiella risken i TPG bedöms låg, då Bolaget inte har några räntebärande skulder, har stark återkommande intjäning, och har nettokassa. Det som sänker betyget är att Bolaget har väldigt låg likviditet i aktien, vilket innebär att det kan vara svårt för investerare att både köpa och sälja aktien utan att trycka ner eller upp priset kraftigt.



Ledning & Styrelse

Ledningen och styrelsen i TPG består av ett erfaret team, med flera nyckelpersoner som varit engagerade i Bolaget under en längre tid. Insiderägandet i TPG är stort, med ca 68 % av Bolaget ägt av ledning och styrelse, vilket inger förtroende som aktieägare. Det som sänker betyget är avsaknaden av institutionellt kapital investerat i TPG.



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

TIME PEOPLE GROUP (TPGR)

UNDERVÄRDERAD SPECIALISTKONSULT MED GODA TILLVÄXTUTSIKTER



Time People Group är en svensk specialistkonsult verksam inom IT- och förändringsledning. Bolaget erbjuder tjänster som täcker hela värdekedjan från strategi, förändringsarbete och projektledning till utveckling av system och metoder, teståtaganden, och förvaltning. Bolaget har en lång historia av lönsamhet, en bred och stark kundbas, och visade en kraftig omsättningstillväxt på 35 % under TPG:s räkenskapsår 2019. Trots viss marginalpress senaste åren, som ett resultat av Bolagets kraftiga expansion samt något svagare marknad, så ser Bolagets möjligheter för fortsatt tillväxt och stigande marginaler goda ut. Med detta som bakgrund sätts en EV/S målmultipel om 1,10x för 2020E, baserat på estimerad tillväxt och relativvärdering, vilket motiverar ett pris per aktie om ca 35 kr i ett Base scenario.

■ Bevisad historisk lönsamhet och stark finansiell ställning möjliggör ytterligare förvärv

TPG har varit lönsamma under de senaste 14 åren, och har under den perioden bibehållit en stark finansiell ställning utan någon skuldsättning, och har en nettokassa om 32,5 MSEK. IT-marknaden är kraftigt fragmenterad, med många mindre aktörer, vilket gör att det finns många potentiella förvärvsobjekt. Bolaget har förvärvat två bolag de senaste två åren, och Analyst Group ser goda möjligheter att TPG fortsätter förvärva ett bolag per år framgent, givet Bolagets starka finanser och stabila lönsamhet.

■ Fortsatt omsättningstillväxt under god kostnads-kontroll leder till stigande marginaler

Bolaget hade en stark omsättningstillväxt under 2019, men marginalerna sattes under press, och gick ner för tredje året i rad. Framöver estimeras omsättningstillväxten vara fortsatt hög, med bakgrund av stark efterfrågan på IT-konsulttjänster i Sverige. För år 2020 prognostiseras en omsättningstillväxt om 23,6 %, och för år 2021 en tillväxt om 20,8 %. Givet att kostnaderna estimeras öka i en lägre takt än omsättningen, då TPG förväntas realisera synergier och dra fördel av sin decentraliserade bolagsstruktur, så stiger Bolagets EBITDA-marginal. Marginalen estimeras stiga från 2019 års 9,1 % till 11,1 % år 2020, och därefter till 12,2 % år 2021, vilket ger en EBITDA-tillväxt om 51,1 % respektive 33,2 % för åren 2020 och 2021.

■ Låg värdering jämfört mot peers ger utrymme för en multipelexpansion

TPG jämförs med en peergrupp bestående av CAG Group, HiQ International och Softronic. I denna grupp har TPG lägst värdering baserat på EV/S-multipeln, samtidigt som Bolaget har högst omsättningstillväxt på rullande 12 månader. Detta, tillsammans med att TPG estimeras öka sina marginaler framgent, anser Analyst Group rättfärdiga en uppvärdering från nuvarande EV/S-multipel på 0,74 till en EV/S-multipel om 1,10x för räkenskapsåret 2020.

AKTIEKURS | 29,80 kr

VÄRDERINGSINTERVALL

BEAR
20,2 kr

BASE
34,7 kr

BULL
38,8 kr

TIME PEOPLE GROUP (TPGR)

Senast betalt (2019-12-10)	25,80
Antal Aktier	7250000
Market Cap (MSEK)	216,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	-14,5
Enterprise Value (MSEK)	201,6
V.52 prisintervall (SEK)	10,80 – 32,00
Lista	NGM Nordic MTF

UTVECKLING

1 månad	8,61 %
3 månader	19,34 %
1 år	163,64 %
YTD	108,63 %

HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Hans Nygren	25,07 %
Daniel Johansson	25,01 %
Giraff Data AB	13,48 %
Powerine Consulting AB	6,98 %
Thomas Wiman	3,66 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Magnus Lönn
Styrelseordförande	Bo Nordlander

FINANSIELL KALENDER

Delårsrapport Q3 2019	2020-03-05
-----------------------	------------

PROGNOS (BASE), MSEK	2018	2019	2020E	2021E
Nettoomsättning	119,7	161,0	199,0	240,4
Omsättningstillväxt	10,4%	34,5%	23,6%	20,8%
Bruttoresultat	119,7	161,0	199,0	240,4
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA	13,0	14,6	22,0	29,4
EBITDA-marginal	10,9%	9,1%	11,1%	12,2%
Nettoresultat	10,0	9,7	13,4	19,5
Nettomarginal	8,3%	6,0%	6,7%	8,1%
P/S	1,56	1,16	0,94	0,78
EV/S	1,29	0,96	0,78	0,64
EV/EBITDA	11,86	10,58	7,01	5,26

KOMMENTAR Q3-19

TPG levererade ett starkt Q2 för Bolagets räkenskapsår 2020, där hög efterfrågan av utvecklingskonsulttjänster samt testautomatisering resulterade i en stark omsättningstillväxt från Q2-19. Bolaget fortsätter investera i sin personal, och har under kvartalet startat upp en affärsskola för anställda, där de anställda utbildas inom marknadsföring och försäljning för att bättre kunna identifiera behov och utmaningar hos Bolagets kunder. Utöver detta fortsätter TPG att satsa på interna utbildningar, och bedriver bland annat en satsning för att öka Bolagets konsulters kompetens inom Artificiell Intelligens (AI). Investeringar i personalen kombinerat med en ökning av antalet anställda från Q2-19 om 29 % medförde att personalkostnaderna steg i en högre takt än omsättningen. Trots detta lyckades Bolaget öka sin EBITDA-marginal, vilket tyder på fortsatt stark kostnadskontroll, vilket gör att vi höjer våra marginalprognoser för räkenskapsåren 2020 och 2021.

MSEK	Q2-19	Q2-20 Estimat	Q2-20 Utfall
Nettoomsättning	41,0	50,8	55,8
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	41,0	50,8	55,8
Bruttoresultat	41,0	50,8	55,8
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%
Externa kostnader	-9,6	-11,4	-12,6
Övriga externa kostnader	-2,8	-2,9	-3,9
Personalkostnader	-22,2	-29,9	-32,0
EBITDA	6,4	6,5	7,4
EBITDA-marginal	15,5%	12,8%	13,2%
Avskrivningar	-0,2	-1,0	-1,0
EBIT	6,1	5,5	6,4
EBIT-marginal	14,9%	10,8%	11,5%
Finansnetto	0,0	0,0	0,0
EBT (Res. före skatt)	6,1	5,5	6,4
Skatt	-1,5	-1,2	-1,8
Nettoresultat	4,6	4,3	4,6
Nettomarginal	11,2%	8,4%	8,2%

Sammanfattning av rapporten

Under Q2-20 så uppgick omsättningen till 55,8 MSEK (41,0), vilket motsvarar en omsättningstillväxt om ca 36 % Q-on-Q. Rörelseresultatet (EBITDA) var under perioden 7,4 MSEK, upp från 6,7 MSEK, med en tillväxt om ca 13,2 %. På EBIT- och nettoresultatnivå steg resultaten med ca 4,9 % respektive 4,5 %. Detta var 10:e kvartalet i rad som TPG ökar omsättningen, vilket tyder på stark uthållighet i affärsmodellen och fortsatt god efterfrågan på Bolagets tjänster.

Överträffade våra estimat

TPG publicerade en stark rapport för Q2-20, och överpresterade våra estimat över hela linjen förutom på nettomarginalen, som var lägre än estimerat. Omsättningen för kvartalet var 55,8 MSEK, således 5 MSEK högre än estimerat, och EBITDA uppgick till 7,4 MSEK mot prognostiserade 6,5 MSEK. I EBIT-resultat räknade vi med ett resultat om 5,5 MSEK, vilket överträffades genom att TPG visade på ett EBIT-resultat om 6,4 MSEK, och på nettonivå levererade TPG 4,6 MSEK, mot vårt estimerade nettoresultat om 4,3 MSEK.

Prognosjusteringar

Trots att TPG:s omsättning ökade mer än estimerat under Q2-20 så behålls helårprognosen för Bolagets omsättning om ca 199 MSEK, då Q3-20 förväntas bli ett relativt sett svagt kvartal omsättningsmässigt, på grund av dagarna då juledigheten infaller. Vi bedömer att vi underskattat den positiva marginaleffekt som förvärvet av Waymark bidrar med, varför marginalerna justeras upp för räkenskapsåren 2020 och 2021. För 2020 höjs det estimerade EBITDA-resultat från 20,9 MSEK till 22 MSEK, vilket innebär att den estimerade marginalen stiger från 10,5 % till 11,1 %. För 2021 höjs det estimerade EBITDA-resultatet till 29,4 MSEK, vilket resulterar i att den estimerade EBITDA-marginalen stiger från tidigare 11,3 % till 12,2 %.

ÖVER-
TRÄFFADE
ESTIMATEN

INVESTERINGSIDÉ

Time People Group är en svensk specialistkonsult verksam inom IT- och förändringsledning. Bolaget erbjuder tjänster som täcker hela värdekedjan från strategi, förändringsarbete och projektledning till utveckling av system och metoder, teståtaganden, och förvaltning. Bolaget har en lång historia av lönsamhet, en bred och stark kundbas, och visade en kraftig omsättningstillväxt på 35 % under TPG:s räkenskapsår 2019. Trots viss marginalpress senaste åren, som ett resultat av Bolagets kraftiga expansion samt något svagare marknad, så ser Bolagets möjligheter för fortsatt tillväxt och stigande marginaler goda ut. Med detta som bakgrund sätts en EV/S målmultipel om 1,10x för 2020E, baserat på estimerad tillväxt och relativvärdering, vilket motiverar ett pris per aktie om ca 35 kr i ett Base scenario.

IT-tjänstemarknaden växer med 4 % under 2019

Tillväxten för den svenska IT-tjänstemarknaden mellan 2018 och 2019 var 4 %, vilket var en lika stor ökning som året innan. IT-tjänstemarknaden förväntas växa med 4 % på helåret 2019, och uppgå till en storlek över 100 miljarder SEK. Drivkrafterna bakom tillväxten är främst skiftet mot digitalisering, samt ökande krav på säkerhet inom företags IT-infrastruktur, då hoten från cyberattacker växer i takt med digitaliseringens framfart. IT-konsulttjänster utgör 60 % av TPGs omsättning, med resterande 40 % inom managementkonsulttjänster, och Bolagets totala adresserbara marknad är ca 165 miljarder SEK för år 2019.

Starkt insiderägande från både styrelse och ledning om ca 69 % av Bolaget

Styrelsen och ledning äger tillsammans ca 69 % av Bolagets utestående aktier, vilket ingjuter ett starkt förtroende för att ledande befattningshavare kommer agera för att skapa aktieägarvärde. De två största ägarna är CFO Hans Nygren och styrelseledamot Daniel Johansson, vilka äger ca 25 % av Bolaget vardera. Hans Nygren grundade Objektfabriken AB år 1998, som sedermera bytte namn till Time People Group, och Daniel Johansson har varit engagerad i styrelsen sen 2008, och är en framgångsrik serieentreprenör. Majoriteten av resterande styrelse och ledning har även dem intressen i bolaget, där exempelvis VD Magnus Lönn äger 2,54 % av Bolaget, och erfarenhetsbasen är stark, med flera ledande personer i Bolaget med bakgrund som framgångsrika entreprenörer och/eller framgångsrika tjänstemän.

Ett breddat utbud av tjänster möjliggör helhetslösningar

TPG har expanderat sin verksamhet kraftigt de senaste åren, både genom förvärv och genom att bredda organisationen. Under 2018 köpte Bolaget upp QTEMA, och förvärvade på så sätt specialistkompetens inom test- och kvalitetssäkring, och under 2019 köpte bolaget 51 %, med option att förvärva resterande 49 %, av Waymark, vars konsulter är specialister inom Javautveckling. Utöver detta så startade TPG ett nytt affärsområde, *People and Culture*, under 2019, som kommer hjälpa företag med rekrytering och strategisk kompetensförsörjning. I takt med att Bolagets utbud av tjänster blir större så ökar möjligheterna att leverera helhetslösningar och ta sig an större förvaltningsåtaganden, vilket på sikt borde kunna bredda TPGs kundbas och skapa än mer långsiktiga kundrelationer.

Goda utsikter för fortsatt tillväxt och marginalexpansion framgent

TPG har konsekvent visat en tillväxt Q-Q för varje kvartal sedan noteringen i slutet på 2017, och förutsättningarna för Bolaget att fortsätta växa framöver ser goda ut, med en växande underliggande marknad samt ett mer heltäckande utbud av tjänster än tidigare. Bolaget utmärker sig även som ett av de mest jämställda och mångkulturella bolagen i sin bransch, vilket lär verka till deras fördel vid ingåendet av nya kontrakt, och för att attrahera ny samt behålla personal. De tre senaste åren har vinstmarginalen pressats, som ett resultat av stigande kostnader i samband med bolagets expansion. Framåt förväntas marginalen dock sakta öka, då Bolaget börjar realisera synergier genom att centralisera gemensamma funktioner för deras dotterbolag. Vidare räknar Analyst Group med att förvärvet av Waymark stärker marginalerna på sikt, vilket börjar ge resultat år 2021, då en EBITDA marginal på 12,2 %, för hela koncernen, estimeras.

Värderas till 252 MSEK på 2020 års prognos

För räkenskapsåret 2020 estimeras i ett Base scenario en omsättningstillväxt på 23,6 %, vilket tillsammans med en målmultipel om 1,10x EV/S ger en aktiekurs om ca 35 kr aktien. Vid annorlunda utfall av gjord prognos kan värderingen korrigeras.

STARKT
INSIDERÄGANDE

VÄRDERAS TILL
35 KR PER
AKTIE I ETT
BASE SCENARIO

BOLAGSBESKRIVNING

BOLAGET HAR
FLERA STORA
KUNDER,
SÅSOM:



Time People Group är ett konsultbolag som arbetar inom IT- och förändringsledning. Bolaget äger och utvecklar sina sex stycken dotterbolag: Crio, Efftre, Objektfabriken, QTEMA, Giraff, och Waymark., vilka alla är specialister inom sina nischer. Bolagets har idag över 150 stycken anställda, är kontinuerligt rankat som ett av Sveriges mest jämställda konsultbolag, och jobbar med den långsiktiga visionen att vara Sveriges ledande specialistkonsultbolag.

Verksamhetsöverblick

TPG:s verksamhet kan delas upp i fyra huvudområden:

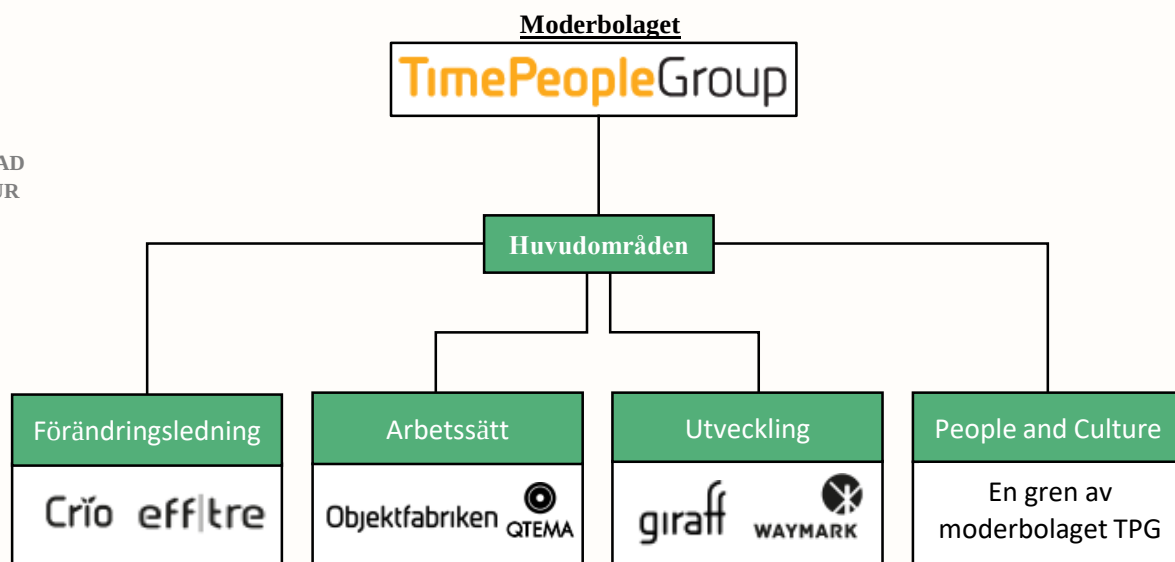
- **Förändringsledning** – hjälper företag och offentlig sektor genomföra ett framgångsrikt förändringsarbete och anpassa sig till rådande digitalisering.
- **Arbetsätt** – erbjuder expertkompetens för bolag som vill utveckla, effektivisera, kvalitetssäkra, kravtesta eller på andra sätt förbättra deras IT-systemutveckling och verksamhet.
- **Systemutveckling** – tjänster inom .NET- och Java-utveckling, JavaScript, IT-projektledning, IT-arkitektur samt DevOps (utveckling och drift).
- **People and Culture** – ett nystartat område för 2019, där Bolaget hjälper företag med rekrytering och att hitta rätt kompetens (kompetensförsörjning).

Bolagsstruktur

En överblick över TPG:s bolagsstruktur illustreras nedan, där all dotterbolagen är ägda till 100 % förutom Waymark, där TPG äger 51 %, med en option att förvärva resterande del av bolaget.

Bolaget drivs utifrån en decentraliserad filosofi

TPG:s bolagsstruktur



Bolagets decentraliserade sätt att driva verksamheten på innebär att dotterbolagen drivs självständigt, med hög grad av självstyre och egen företagskultur, under moderbolaget TPG. På detta vis skiljer sig TPG från många andra konsultbolag, då dessa ofta drivs på ett mer traditionellt, centraliserat, sätt, där förvärvade bolag ofta integreras och endast blir en del av en större verksamhet.

Samtidigt som TPG drivs på ett decentraliserat vis, så centraliseras gemensamma funktioner, såsom företagslokaler, ekonomisystem och IT-system, för att skapa skalfördelar och synergieffekter. Bolagsstrukturen gör att dotterbolagen får agera med stor frihet, samtidigt som koncernen kan sänka overheadkostnader och skapa en större gemensam kundbas för dotterbolagen. Strukturen kan liknas med hur många investmentbolag jobbar, vilket blir särskilt tydligt då moderbolaget TPG endast har fyra heltidsanställda, och resterande av de anställda arbetar i dotterbolagen.

BOLAGSBESKRIVNING

EN STOR
MAJORITET
LÖPANDE
UPPDRAG

Affärsmodell

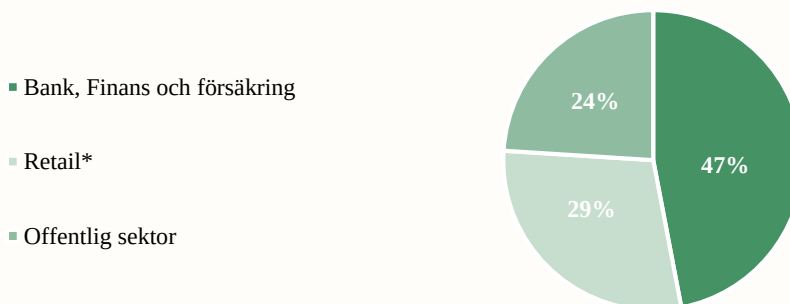
TPG:s affärsmodell bygger på att utföra olika typer av uppdrag åt kunder, där det finns både uppdrag som sker löpande, varvid TPG:s konsulter debiteras på tidsbasis, samt uppdrag som sker till fast ersättning. Den stora majoriteten av uppdragen är dock löpande uppdrag, där värdet och lönsamheten beror på uppdragets storlek, tidsperiod, och karaktär.

I och med att Bolaget är verksamma i flera distinkta nischer så minskar risken i Bolaget, då dem inte blir lika beroende av efterfrågan inom varje enskilt område. Om exempelvis efterfrågan är låg inom området *förändringsledning* kan detta kompenseras av hög efterfrågan inom området *utveckling*, eller liknande. I takt med att Bolaget växer och fortsätter att breddas, vilket TPG ämnar att göra både genom förvärv och genom att etablera nya huvudområden, så minskar risken i Bolagets affärsmodell.

TPG arbetar långsiktigt med sina kunder, där många av deras storkunder anlitat TPG under flera år. Bolaget arbetar även aktivt med merförsäljning till redan befintliga kunder, där dotterbolagen samarbetar nära för att kunna erbjuda befintliga kunder ytterligare tjänster än de som redan köps in från TPG. Bolagets kunder är fördelade över följande branscher enligt diagrammet nedan.

Bank, finans och försäkring förväntas fortsatt vara det viktigaste kundområdet för TPG

Förväntad kundfördelning per bransch för TPG år 2020



Analyst Groups prognos

*Retail avser kunder som verkar inom konsumentinriktade branscher, kunder som exempelvis ICA, Spotify, H&M, Viking Line, etc

Kostnadsdrivare

PERSONAL-
KOSTNADER ÄR
DEN DRIVANDE
KOSTNADEN

Den främsta kostnadsdrivaren för TPG är personalkostnader, och en av de största utmaningarna för TPG är att öka omsättningen i en takt som överstiger ökningstakten i personalkostnader. Detta kan vara svårt, då Bolaget hela tiden måste erbjuda konkurrenskraftiga löner och förmåner för att behålla sina bästa konsulter, då konsultbranschen är snabbväxande. TPG:s styrka i detta hänseende är att de är en relativt liten organisation, vilket gör att det blir mer fokus på den anställda som individ än vad det blir i de större konsultbolagen. Detta är något som premieras av många arbetare, vilket har lett till att TPG har låg personalomsättning.

Utöver personalkostnader är externa kostnader en stor kostnadsdrivare. I denna kostnadspost inkluderas leasing- och revisorkostnader, samt en resterande del, över 95 % av de externa kostnaderna, som utgörs av kostnader för underkonsulter. Underkonsulter används av TPG när Bolaget inte har nog med tillgänglig kapacitet, i mån av tillgängliga egna konsulter, för att fylla Bolagets kunders efterfrågan. Genom att använda underkonsulter kan TPG alltså fylla kunders efterfrågan trots att de har full beläggning på sina egna konsulter.

De andra två kostnadsposterna TPG har, övriga externa kostnader och avskrivningar, är betydligt mindre. De övriga externa kostnaderna omfattar samma kostnadsposter som de externa kostnaderna, och antas därför också vara främst associerade med kostnader för underkonsulter. Avskrivningarna är helt hänförliga till goodwill, då TPG tillämpar K3-regelverket för redovisning och inte IFRS, som har följt av de senaste två årens förvärv.

MARKNADSANALYS

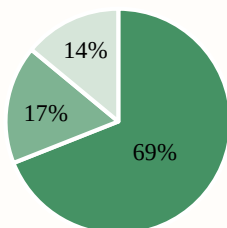
Den svenska IT-marknaden väntas uppgå till en total storlek om 165 miljarder SEK i försäljning för 2019. TPG omsatte under deras räkenskapsår 2019 ca 161 miljoner SEK. Fördelningen av IT-marknaden och TPG:s intäkter är följande:

SVENSKA IT-MARKNADEN UPPGÅR TILL 165 MDSEK

Tjänster utgör största delen av IT-marknaden

IT-marknadens tre delar och deras andel

- Tjänster
- Mjukvara
- Hårdvara

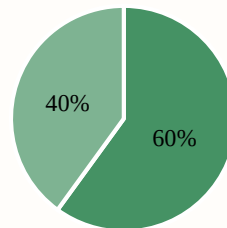


Källa: IT-Radar 2019

Konsulttjänster största intäktskällan för TPG

TPG:s rådande intäktsfördelning

- Konsulttjänster
- Managementkonsulttjänster



Källa: Time People Group

Den underliggande tillväxten i IT-marknaden i stort väntas vara 2,5 % för 2019, och väntas framöver växa i takt med svensk BNP. IT-tjänstemarknaden förväntas framöver vara den drivande parten av IT-marknadens tre delar, och har en väntad tillväxt om 4 % för helåret 2019. Inom IT-tjänstemarknaden är det områden som *Emerging Tech*, *Customer Relationships* och *Security*, alla med en estimerad tillväxt över 12 % för helåret 2019, som växer mest, medan områden som managementkonsulttjänster endast förväntas växa med 4,3 % under samma period. Tillväxten kan med andra ord variera kraftigt mellan dem olika kompetensområdena på IT-tjänstemarknaden.

Drivkrafter och trender

Det är flera drivkrafter och trender som kommer driva fortsatt tillväxt och förändring på IT-tjänstemarknaden. Den främsta drivkraften är den rådande digitaliseringen som många bolag och myndigheter genomför just nu. Många företag och myndigheter har utdaterade IT-system och besitter inte själva kompetensen för att uppdatera och anpassa dessa till nutida standarder. Konsulttjänster inriktade mot digitalisering väntas växa med en CAGR om 14,6 % för perioden 2017–2020. Utöver detta så råder en industrialisering av IT-marknaden i stort, där traditionella leverantörsmodeller ersätts av nya affärs- och leverantörsmodeller. En trend som går att se i samband med detta är att efterfrågan på mer agila, kundanpassade och flexibla, leverantörsmodeller ökar och lär fortsätta öka i framtiden. Därtill är en annan tydlig trend de senaste åren att verksamhetsfinansierad IT ökar i hög takt, medan ökningstakten i företag- och organisationers IT-budgetar är betydligt lägre. Detta kan tolkas som att företag och organisationer börjar se IT och digitalisering som en viktig del av verksamhetsutvecklingen. Genom att fler företag och organisationer förstår behovet av att ha modern IT-infrastruktur och att anpassa sig till digitalisering så kan detta på sikt bidra till tillväxt för IT-tjänstemarknaden.

IT-tjänstemarknaden genomgår en kraftig konsolidering

Senaste åren har IT-tjänstemarknaden befunnit sig i en kraftig konsolideringsfas, där mindre konsultbolag ofta har blivit uppköpta och integrerats i större konsultbolag. Som exempel så har två av Time People Groups konkurrenter, Avega och Acando, blivit uppköpta inom loppet av de två senaste åren, där förvärvarna i båda fallen var betydligt större konsultbolag. En förklaring till denna konsolidering är att branschen är väldigt fragmenterad, och de flesta konsultbolagen på den svenska marknaden har inte mer än 15 anställda, och de 15 största bolagen har tillsammans knappt 25 % av marknaden. En ytterligare förklaring kan vara att det är ett sätt att motarbeta den stora kompetensbrist som råder inom IT-tjänstebanschen. Majoriteten av förvärven som sker är av mindre konsultbolag, i spannet mellan 1–500 MSEK i omsättning, och många förvärv är inte av någon strategisk storlek för förvärvarerna.

SKIFTET MOT DIGITALISERING DRIVER TILLVÄXT

FINANSIELL PROGNOSE

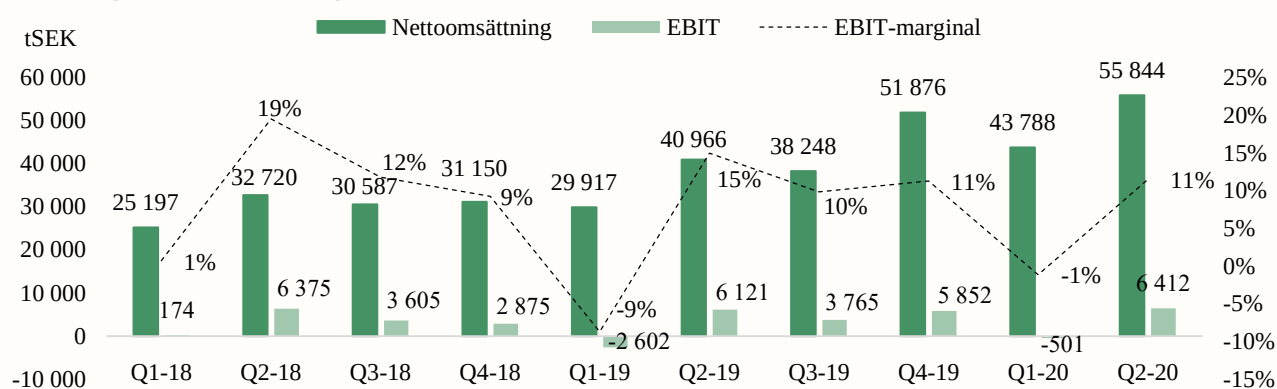
Det ska noteras att TPG redovisar brutet räkenskapsår, där året startar i 1:a maj, och slutar 30:e April. I och med detta innebär det att innevarande räkenskapsår för Bolaget är räkenskapsåret 2020, som sträcker sig mellan 2019-05-01 till 2020-04-30. Senaste rapporterade kvartalet, som avser perioden 2019-05-01 till 2019-07-30, blir alltså Q1-20.

Bolaget har historiskt visat på god omsättningstillväxt

Bolaget har historiskt sett haft en varierande, men sett över tid, ökande omsättning, med en CAGR om 10,8% mellan 2010 och 2019. Omsättningen har stigit kraftigt mellan 2017 och 2019, i samband med förvärven av QTEMA och Waymark, samt till viss mån även genom organisk tillväxt. För räkenskapsåret 2019 så hade bolaget en omsättningsökning på ca 35 % från föregående år, vilket är betydligt högre än omsättningstillväxten mellan 2017 och 2018, som låg på 10 %. Kvartalsmässigt har Bolaget, kvartal till kvartal, nu haft omsättningstillväxt i över 10 raka kvartal.

Hög omsättningstillväxt mellan Q2-19 och Q2-20 på 36%

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal



Källa: Time People Group

TPG har en tydlig trend mellan kvartalen, där Q1 historiskt alltid är det svagaste kvartalet, då det infaller under sommarperioden, och Q3 är det näst svagaste kvartalet, då det infaller över vinterperioden. Q2 och Q4 är generellt de starkaste kvartalen.

Omsättningsprognos för räkenskapsåren 2020 och 2021

Under räkenskapsåret 2020 estimeras TPG inte göra några nya förvärv, vilket gör att omsättningstillväxten är lägre än för räkenskapsåret 2019. De förvärvade bolagen under de två senaste åren väntas dock bidra med tillväxt, vilket kombinerat med en förväntad god underliggande organisk tillväxt, då efterfrågebilden ser fortsatt stark ut, gör att Analyst Group tror på en omsättningstillväxt om 23,6 % för 2020. För 2021 förväntas bolaget förvärva ett bolag, och de förvärvade bolaget förväntas vara aktivt inom något område som TPG tidigare inte har haft exponering mot. Möjliga nischer som ett eventuellt förvärv skulle kunna göras inom är IT-säkerhet, Cloud, Data analytics, eller AI. Nischen inom vilken TPG räknas förvärva inom estimeras ha en stark tillväxt, och bidra starkt till Bolagets omsättningstillväxt, vilket gör att den prognosticerade tillväxten för 2021 landar på 20,8 %.

Historiskt sett så har fördelningen av omsättningen per kvartal varit ganska ojämn, även om Q1 och Q3 varit svagare kvartal, och Q2 och Q4 starkare. Framöver förväntas fördelningen bli något jämnare, i takt med att bolaget växer och breddar sin organisation, men Q4 förväntas fortsatt vara det starkaste kvartalet, följt av Q2.

Kvartal	Q1-20 (A)	Q2-20 (E)	Q3-20 (E)	Q4-20 (E)
Intäktsfördelning	22%	26%	25%	28%
Kvartal	Q1-21 (E)	Q2-21 (E)	Q3-21 (E)	Q4-21 (E)
Intäktsfördelning	23%	25%	24%	28%

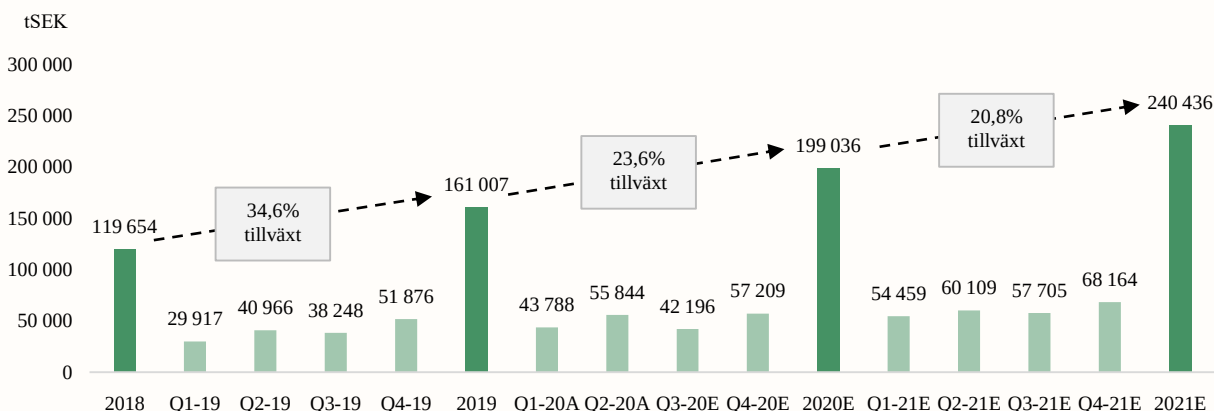
ESTIMERAD
OMSÄTTNINGSTILLVÄXT OM
23,6% FÖR 2020

FINANSIELL PROGNOSES

Baserat på intäktsfördelning från föregående sida, så ser den prognosticerade omsättningen för räkenskapsåren 2020 och 2021 ut som följer:

Stark omsättningstillväxt väntas framöver för TPG, där trenden med Q2 och Q4 som de starkaste kvartalen förväntas fortsätta.

Omsättningsprognos per kvartal och för helår



Källa: Analyst Group prognos

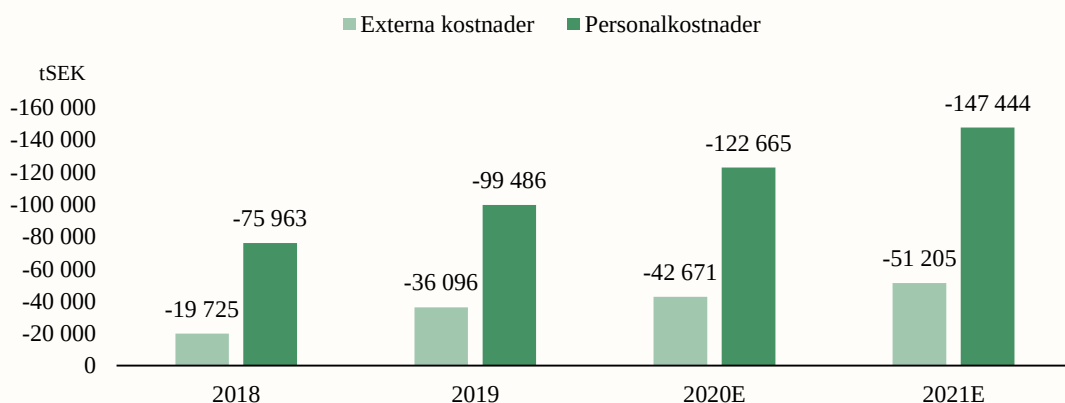
Kostnadsprognos för räkenskapsåren 2020 och 2021

Personalkostnaderna kommer öka i samband med att Bolaget anställer fler konsulter, samt genom de nya anställda som förväntas tillkomma i samband med framtida förvärv. Historiskt har lönerna för IT-konsulter ökat i en högre takt än priserna som Bolagen kunnat ta för deras tjänster, men de senaste tre åren så har snittpriserna på IT-konsultertjänster ökat i linje med, eller mer, än lönerna. Ökningen av priser sker dock inte inom alla områden inom IT-tjänstemarknaden, men områdena där TPG:s dotterbolag är aktiva bedömer Analyst Group ha fortsatt god efterfrågan, vilket gör att personal-kostnaderna estimeras öka i en något långsammare takt än omsättningen, en ökning om 23,3 % för 2020. För 2021 estimeras personalkostnaderna öka med 20,2 %, också det något lägre än omsättningstillväxten för det året.

De externa kostnaderna bedömer Analyst Group också öka i en liknande, men något lägre takt än omsättningen, om 17,3 % för 2020 och om 20,0 % för 2021. De övriga externa kostnaderna bedöms öka 7,5 % för 2020, och 6,6 % för 2021, då denna kostnadspost historiskt haft en långsammare ökningstakt än personal- och externa kostnader. Avskrivningarna förväntas öka kraftigt från 1460 tSEK för helåret 2019 till 4080 tSEK för 2020, och sedan till 4440 tSEK 2021. Denna ökning av avskrivningarna är helt hänförlig till avskrivningar av goodwill från förvärv.

De huvudsakliga kostnadsdrivarna ökar framgent.

Externa- och personalkostnader



Källa: Analyst Group prognos

**KOSTNADERNA
ÖKAR I LÄGRE
TAKT ÄN
OMSÄTTNINGEN**

FINANSIELL PROGNOSES

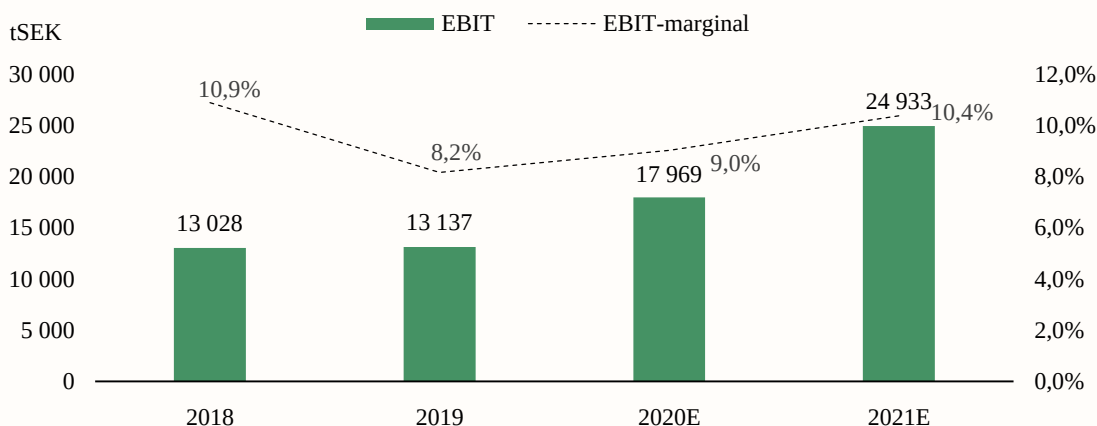
EBIT-
RESULTATET
STIGER
KRAFTIGT

EBIT-marginalen beräknas stiga

Sedan 2017 har TPG haft en sjunkande EBIT-marginal, där marginalen gått ifrån 13,8 % till 8,2 % för år 2019. Detta är både ett resultat av att IT-marknadens tillväxt saktat ner lite, 2017 var ett rekordår för många IT-konsultbolag, men främst på grund av att TPGs avskrivningar har ökat som ett resultat av Bolagets förvärv. Då Bolaget använder sig av K3-regelverket, i kontrast till många av deras konkurrenter som använder IFRS, så skrivs Goodwill av löpande, vilket har påverkat EBIT-marginalen negativt för TPG. Framöver, med bakgrund av att omsättningen förväntas öka mer än kostnaderna, så kommer detta påverka EBIT-marginalen positivt. För 2020 estimerar Analyst Group en EBIT-marginal om 9,0 %, vilket innebär en ökning från 2019 års EBIT-marginal, och för 2021 väntas marginalen öka till 10,4 %. Dessa marginalökningar ger god effekt i EBIT-resultatet, som estimeras öka kraftigt under både år 2020 och 2021.

EBIT-resultatet estimeras öka med 36,7 % mellan 2019 och 2020 och 38,8 % mellan 2020 och 2021

EBIT-resultat och EBIT-marginal



Källa: Analyst Group prognos

Framåtblickande efter 2021 så ser Analyst Group ännu högre rörelsemarginaler som möjliga för TPG, särskilt om Bolaget förvärvar dem resterande 49 procenten av Waymark. Waymark har historiskt sett haft bland de högsta EBIT-marginalerna i IT-konsultbranschen, med en genomsnittlig EBIT-marginal om 14,5 % de senaste fem åren. Utöver detta så kan framtida förvärv även komma att stärka EBIT-marginalen, då framtida förvärv väntas göras inom nischer av IT-tjänstemarknaden där rörelsemarginalerna ligger över 10 %. Ett byte av redovisningsmetod, från K3 till IFRS, skulle också ge en direkt positiv effekt på TPGs marginaler, då Bolaget löpande inte skulle behöva skriva av sin goodwill, utan skulle göra en årlig prövning om nedskrivning av värdet på de immateriella tillgångarna.

Följande tabell är en summering av gjorda Base scenario prognoser på kvartals- och årsbasis för 2020 till 2021.

MSEK	2018	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	2019	Q1-20	Q2-20	Q3-20E	Q4-20E	2020E	Q1-21E	Q2-21E	Q3-21E	Q4-21E	2021E
Nettoomsättning	119,7	29,9	41,0	38,2	51,9	161,0	43,8	55,8	42,2	57,2	199,0	54,5	60,1	57,7	68,2	240,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	119,7	29,9	41,0	38,2	51,9	161,0	43,8	55,8	42,2	57,2	199,0	54,5	60,1	57,7	68,2	240,4
Bruttoresultat	119,7	29,9	41,0	38,2	51,9	161,0	43,8	55,8	42,2	57,2	199,0	54,5	60,1	57,7	68,2	240,4
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
SG&A	-106,7	-32,3	-34,6	-34,2	-45,3	-146,4	-43,3	-48,5	-37,0	-48,2	-177,0	-49,5	-52,0	-51,3	-59,1	-211,9
EBITDA*	13,0	-2,4	6,4	4,0	6,6	14,6	0,5	7,4	5,2	9,0	22,0	5,0	8,1	6,4	9,1	28,6
EBITDA-marginal	10,9%	-7,9%	15,5%	10,5%	12,7%	9,1%	1,0%	13,2%	12,4%	15,7%	11,08%	9,1%	13,5%	11,1%	13,3%	11,9%
Avskrivningar	0,0	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-1,5	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-4,1	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	-4,4
EBIT	13,0	-2,6	6,1	3,8	5,9	13,1	-0,5	6,4	4,2	7,9	18,0	3,9	7,1	5,3	7,9	24,1
EBIT-marginal	11%	-8,7%	14,9%	9,8%	11,3%	8,2%	-1,1%	11,5%	9,9%	13,8%	9,0%	7,2%	11,7%	9,2%	11,6%	10,0%
Finansnetto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT (Res. före skatt)	13,0	-2,6	6,1	3,8	5,8	13,1	-0,5	6,4	4,2	7,9	18,0	3,9	7,1	5,3	7,9	24,2
Skatt	-3,1	0,0	-1,5	-0,9	-1,0	-3,4	-0,1	-1,8	-0,9	-1,7	-4,6	-0,9	-1,6	-1,2	-1,7	-5,3
Nettoresultat	10,0	-2,6	4,6	2,8	4,9	9,7	-0,6	4,6	3,3	6,2	13,4	3,1	5,5	4,1	6,2	18,8
Nettomarginal	8,3%	-8,7%	11,2%	7,4%	9,4%	6,0%	-1,4%	8,2%	7,7%	10,8%	6,7%	5,6%	9,2%	7,2%	9,0%	7,8%

*inklusive kostnader av engångskaraktär. Källa: Analyst Group prognos

VÄRDERING

Nyckeltal	2018	2019	12R*	2020E	2021E
Omsättningstillväxt	10,3%	34,6%	8,6%	23,6%	20,8%
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
EBITDA-marginal	10,9%	9,1%	10,0%	11,1%	12,2%
EBIT-marginal	10,9%	8,2%	8,7%	9,0%	10,4%
Nettomarginal	10,5%	8,3%	6,7%	6,7%	8,1%
P/S	1,8	1,3	1,2	1,1	0,9
EV/S	1,5	1,1	1,0	0,9	0,7
EV/EBITDA	13,6	12,2	10,20	8,1	6,0
EV/EBIT	13,6	13,5	11,7	9,9	7,1
P/E-tal	21,1	21,7	18,0	15,7	10,8

*12R = 12 månaders rullande

För att ge perspektiv på TPG:s värdering så jämförs Bolaget med tre stycken konkurrenter: CAG, HiQ, och Softronic. Även om bolagen skiljer sig åt till viss mån så finns det likheter avseende exempelvis affärsmodell, kunderbjudande, och adresserbar marknad.



CAG Group, grundat år 2005, är en svensk koncern av konsultbolag, aktiv inom IT-management, systemutveckling, drift & förvaltning, och utbildning. Bolaget är fokuserade mot främst bank & finans, vård & omsorg, samt försvar, och är endast verksamma på den svenska marknaden. CAG har historiskt varit aktiva med förvärv, och har använt förvärv för att antingen stärka organisationens befintliga affärsområden eller expandera till nya delar av IT-tjänstemarknaden. Bolaget har i och med detta en liknande strategi som TPG, och dotterbolagen drivs på ett självständigt vis, men med skillnaden att koncernen har en övergripande företagskultur som alla bolag i koncernen delar. CAG är noterade på Nasdaq First North Premier, har ett börsvärde om ca 420 MSEK, och har 330 anställda.

P/S	EV/S	Brutto-marginal
0,84	0,77	100,00%



HiQ International är en svensk konsultkoncern som huvudsakligen är verksam i Norden, men även i mindre utsträckning i Polen, Ryssland, samt USA. Bolaget är aktivt inom flera branscher, där industri, myndigheter, fordon, telekom, samt bank & försäkring tillsammans utgör ca 87% av omsättningen. Tjänster som HiQ levererar inkluderar lösningar inom kommunikation och mjukvaruutveckling, digital kommunikation, samt olika typer av informations- och affärskritiska system. Bolaget har gjort ett flertal förvärv sen det grundades 1995, där de förvärvade bolagen integreras i HiQ-koncernen, och dem jobbar kontinuerligt med att bredda verksamheten. Bolaget är noterat på Nasdaq Stockholm Mid Cap, har ett börsvärde om ca 2 600 MSEK, och har 1629 anställda.

P/S	EV/S	Brutto-marginal
1,41	1,42	100,00%

SOFTRONIC

Softronic är ett svenskt konsultbolag aktivt inom IT- och management. Bolaget tillhandahåller ett brett utbud av konsulttjänster, och levererar exempelvis lösningar inom affärs- och försäkringssystem, digital marknadskommunikation, samt E-hälsa. Softronic grundades 1984, och är således ett av de äldsta IT-konsultbolagen i Sverige, och har en lång historia av att förvärva bolag. Bolaget jobbar på ett centraliserat vis med förvärven, då dessa integreras och blir en del av koncernen, och är främst verksamma i Norden och Baltikum. Softronic är noterat på Nasdaq Stockholm Small Cap, har ett börsvärde om ca 890 MSEK, och har 452 anställda.

P/S	EV/S	Brutto-marginal
1,14	1,10	69,55%

VÄRDERING

Jämförelse av Time People Group och Bolagets konkurrenter

12R	Time People Group	CAG Group	HiQ International	Softronic
Omsättningstillväxt	8,62%	-0,28%	2,04%	-1,56%
Bruttomarginal	100,00%	100,00%	100,00%	69,77%
EBITDA-marginal	9,96%	11,9%	11,2%	13,4%
EBIT-marginal	8,71%	8,25%	11,78%	9,26%
Nettomarginal	6,68%	6,9%	9,2%	7,0%
P/S	1,20	0,84	1,42	1,14
EV/S	1,02	0,77	1,41	1,10
EV/EBITDA	10,20	6,49	9,76	10,46
EV/EBIT	11,66	9,35	11,87	11,86
P/E	18,00	12,02	15,24	16,13

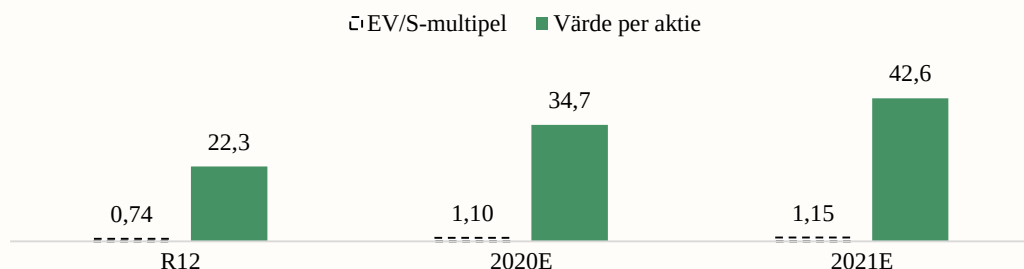
Av konkurrenterna är CAG det bolag som är mest likt TPG, gällande börsvärde, affärsområden, samt affärsmodell. Bolaget har dock en något mer centraliserad bolagsstruktur och är aktivt i vissa andra nischer än TPG, och bedöms på sikt på grund av detta inte kunna ha lika hög omsättningstillväxt eller EBIT-marginal som TPG. Detta gör att TPG förtjänar en högre värdering än CAG. HiQ har de högsta marginalerna i peergruppen, är största bolaget, samt har haft en stabil omsättnings- och vinststillväxt under en längre period. Detta gör att HiQ rättfärdigt har högst värdering av de ovan jämförda bolagen. Softronic har historiskt haft, och förväntas framgent ha, en lägre omsättningstillväxt än TPG, och TPG väntas även ha högre marginaler än Softronic de kommande åren. Detta motiverar att TPG ska värderas högre än Softronic.

Så för att summera ovanstående del, så anser Analyst Group att TPG förtjänar en högre värdering än Softronic och CAG, men en lägre värdering än HiQ. Detta innebär att vi ser utrymme för en uppvärdering i TPG, då Softronic på rullande 12 månader har en högre EV/S-multipel än TPG. Snitt EV/S-multipeln på rullande 12-månaders basis är 1,13 för de tre jämförda konkurrenterna, och med hänsyn till detta anser vi att TPG skulle kunna värderas till en EV/S-multipel om 1,10 för 2020, samt 1,15 för 2021. Detta innebär en motiverad aktiekurs om ca 35 SEK på 2020 års prognos, samt en aktiekurs om ca 43 SEK på 2021 års prognos. Multiplexpansionen och den stigande värderingen mellan 2020 och 2021 följer i linje med att TPG fortsätter bevisa sin affärsmodell och att bolagsstrukturen fungerar.

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering de kommande två åren i ett Base scenario

Värdering givet tillämpad EV/S-multipel

34,7 KR PER
AKTIE I ETT
BULL SCENARIO



Källa: Analyst Group prognos

Samtliga nämnda konkurrenter använder IFRS

Alla ovan nämnda konkurrenter till TPG använder sig av International Financial Reporting Standards (IFRS), vilket innebär att goodwill ej skrivs av löpande. TPG tillämpar K3 som redovisningsmetod, vilket innebär att TPG löpande skriver av goodwill. Då avskrivningar påverkar EBIT- och nettomarginalen, så gör detta att TPG:s marginaler ser lägre ut än konkurrenternas till följd av just valet av K3 jämfört med IFRS. Detta gör i sin tur att TPG:s värdering, enligt nyckeltalen P/E och EV/EBIT, framstår som högre i förhållande till konkurrenterna. Det är således något en investerare behöver beakta. Givet att TPG fortsätter att tillämpa K3, blir därför EBITDA ett bättre resultatmått för att jämföra med ovan nämnda konkurrenter, och är det resultatmått Analyst Group primärt kommer bevaka ur ett marginalperspektiv framöver. För att helt undvika att redovisningstekniska detaljer har någon påverkan så används dock en EV/S-multipel i relativvärderingen.

BULL & BEAR

Bull scenario

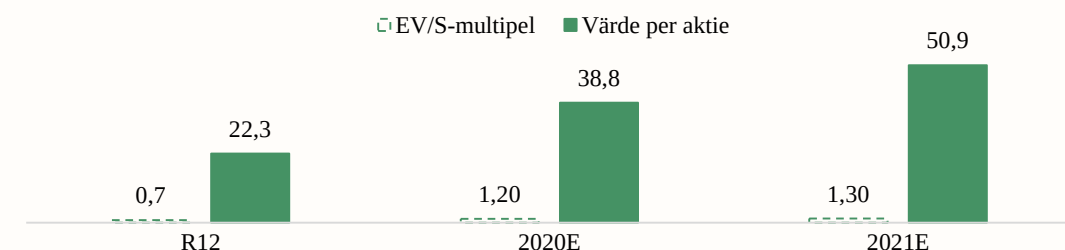
I ett Bull scenario för 2020 estimeras fortsatt inte några nya förvärv, men optionen att köpa de resterande 49 procenten av Waymark utnyttjas, och TPG:s resterande dotterbolag upplever en stark efterfrågan på sina tjänster. Detta leder till en stark omsättningstillväxt på 28,7 %, som tillsammans med en god effekt från Waymarks högre marginaler och stärkt kostnadskontroll, då TPG effektivt lyckas minska kostnaderna för underkonsulter, gör att EBIT-marginalen stiger från 8,2 % år 2019 till 9,4 % år 2020. Marginalexpansionen resulterar i att TPG lyckas växa sitt EBIT-resultat med 47,7 % för räkenskapsåret 2020.

Under 2021 exekverar TPG på sin strategi att göra breddande förvärv, och Bolaget förvärvar ett företag som är aktivt inom någon del av *emerging tech* eller inom IT-säkerhet. TPG möter fortsatt stark efterfrågan i sina dotterbolag, och anställer fler konsulter, samtidigt som Bolaget lyckas hålla ökningstakten av personalkostnader lägre än tillväxten i omsättningen, då personalkostnaderna ökar med 23,7 %, samtidigt som omsättningen stiger med 25 % under 2021. Det förvärvade bolaget bidrar starkt positivt till EBIT-marginalen, då detta bolag förväntas ha en rörelsemarginal i paritet med Waymark, det vill säga nära 15 %. EBIT-marginalen som resulterar för helåret 2021 är högre än för 2020, och estimeras vara ca 11,3 %.

Bolagsprestationen som utfaller i ett Bull scenario motiverar högre värderingsmultiplar för TPG än i det Base scenario som anges på föregående sida. I ett Bull scenario appliceras en EV/S-multipel för 2020 om 1,20 på TPG:s aktie, vilket ger ett värde per aktie om 39 kr. För 2021 appliceras en EV/S-multipel om 1,30, vilket resulterar i ett värde per aktie om ca 51 kr.

Följande är en illustration av potentiell uppvärdering de kommande två åren i ett Bull scenario

Värdering givet tillämpad EV/S-multipel



Källa: Analyst Group prognos

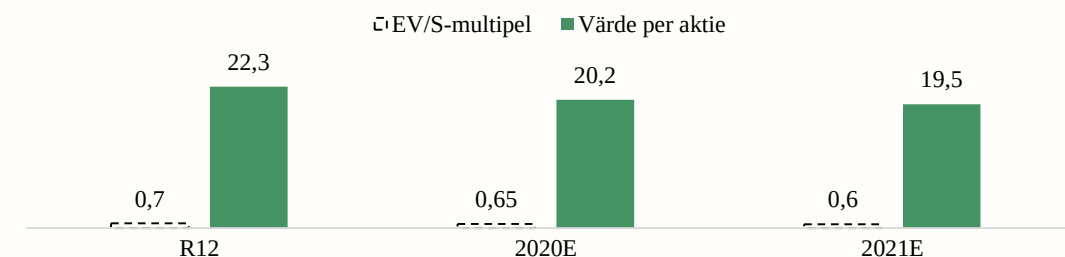
Bear scenario

I ett Bear scenario så förväntas IT-tjänstemarknaden ha en minskad tillväxt för helåren 2020 och 2021 jämfört med tidigare år, då IT-konjunkturen ser strukturella problem och ökad osäkerhet, samtidigt som konkurrensen hårdnar. TPG estimeras i ett Bear scenario växa omsättningen med 9 % under 2020, samtidigt som personalkostnaderna stiger i samma takt, på grund av en svagare beläggningsgrad än vad Bolaget räknat med. Marginalerna pressas som följd, och EBIT-marginalen sjunker kraftigt från de 8,2 % som TPG hade under 2019, till en marginal om 6,5 för 2020.

Det svaga resultatet under räkenskapsåret 2020 gör att TPG avvaktar med förvärv under 2021, och omsättningen stiger som ett resultat enbart med 3,3 %. Kostnadskontrollen förblir svag, då Bolagets personal- och externa kostnader stiger mer än omsättningen. EBIT-marginalen sjunker ytterligare, nu till en marginal om 5,8 %. I ett Bear scenario rättfärdigar Bolagets prestation en lägre värdering än dess konkurrenter. EV/S-multiplar om 0,65 och 0,6 sätts på TPG för 2020 respektive 2021 i ett Bear scenario, vilka indikerar en aktiekurs om ca 20 kr för 2020, och en aktiekurs om 19,5 för 2021.

Följande är en illustration av potentiell nedvärdering de kommande två åren i ett Bear scenario

Värdering givet tillämpad EV/S-multipel



Källa: Analyst Group prognos

**38,8 KR PER
AKTIE I ETT
BULL SCENARIO**

**20,2 KR PER
AKTIE I ETT
BEAR SCENARIO**

VD-INTERVJU, MAGNUS LÖNN



Under Q2-20 steg Omsättningen med 36 %, jämfört med samma period föregående år. Vilka var de drivande faktorerna för omsättningsökningen?

Vi har succesivt fortsatt öka vår närvaro hos våra existerande kunder och kan tack vare köpet av Waymark nu också tillhanda hålla fler tjänster till våra kunder.

Personalkostnaderna ökade i en högre takt än omsättningen. Vad beror detta på?

Största anledningen kan relaterats till normala årsvariationer i antal fakturerbara timmar per månad. Utöver det har vi också startat upp ett nytt affärsområde inom rekrytering jämfört med samma period förra året.

Flera konkurrerande konsultbolag visade på svag omsättning i sina senaste kvartal. Hur upplever ni efterfrågan på era tjänster? Upplever ni någon mättnad?

Inom vissa specifika roller exempelvis projektledning och testledare upplever vi att det finns en ökad konkurrens. Men vi ser inte att det råder en generell mättnad på marknaden. Roller så som utvecklare och exempelvis utbildning inom moderna arbetssätt har vi stor efterfrågan på.

Hur tror du efterfrågan på er underliggande marknad kommer se ut framgent?

Inom de områden Time People Group verkar ser jag fortsatt god efterfrågan lång tid framöver. Speciellt då digitaliseringen och IT har kommit att bli en så central roll för företag idag. Självklart kommer vi se cykliska variationer i efterfrågan men vi har både en bred kundbas och sektorspridning vilket minskar risken.

I rapporten kommenterar du att ni mötte stark efterfrågan för utveckeltjänster, medan andra av era verksamhetsområden mötte lägre efterfrågan. Upplever ni konkurrensen som mindre inom områden som utveckeltjänster än exempelvis projektledning och kvalitetssäkring? Hur tror du detta kommer utvecklas framgent?

Tack vare att fler och fler företag går över och jobbar mer agilt kommer det på sikt förändra det kompetens/resursbehov företagen har. Helt klart är att i denna förändring så är det behovet av teknisknära utveckeltjänsterna som kommer att bestå eller öka. Andra mer traditionella roller såsom projektledning kommer att minska till följd av att utvecklingsteamerna själva tar mer ansvar. Det kommer också ställas högre krav på att man som teammedlem ska kunna mer än bara sitt eget expertområde. En utmaning som våra konsulter är väl rustade för.

LEDNING & STYRELSE



Magnus Lönn, VD och koncernchef för Time People Group, samt VD för dotterbolaget Objektfabriken

Magnus har ett förflutet på Nasdaq, där han har innehaft ett flertal ledande positioner, samt även som konsult, på Teleca Software Solutions och Sigma Design & Development. Utöver sin position som VD för TPG, så är Magnus även VD för dotterbolaget Objektfabriken, som är ett av de dotterbolag som lade grunden till dagens Time People Group. Han har suttit i styrelsen sedan 2016, och varit VD för TPG sedan September 2017, och som VD för objektfabriken sedan 2016. Han är utbildad Civilingenjör inom Teknisk Fysik och Elektroteknik från Linköpings Tekniska Högskola.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 184 500 st (2,54%).



Hans Nygren, CFO och Styrelseledamot för Time People Group

Hans grundande Objektfabriken, som sedermera blev Time People Group, år 2000, och har sedan dess varit verksam i bolaget i olika roller, bland annat som VD. Han har stor erfarenhet av tidigare ledande befattningar, såsom exempelvis VD för Softlab Information Systems, Business Area Manager för De La Rue Ltd, samt Head of Product- and Project Management för Inter Innovation. Hans har studerat vid Uppsala- och Linköpings Universitet, och har även senare blivit IHM Diplomerad Marknadsekonom och läst programmet IHM Executive Program. Han har suttit i styrelsen sedan år 2000.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 1 817 232 st (25,07%).



Else Pedersen, Affärsområdesansvarig People and Culture och IR-/Marknadsansvarig för Time People Group

Else har en gedigen erfarenhet av rekrytering och försäljning inom Tech- och IT-branschen, från både mindre och större bolag, som exempelvis KnowIT, eWork och Oracle. Vid sidan av TPG driver hon även ett eget rådgivningsbolag inom rekrytering. Hon har arbetat inom TPG i snart 2 år.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 585 st (0,01%).



Mathias Dyberg, VD för dotterbolaget Giraff

Mathias är utbildad Civilingenjör från Chalmers Tekniska Högskola, och har en bakgrund från ledande roller inom NCC och Visma, samt som VD för Evry IT Consulting Stockholm AB. Han har även erfarenhet från diverse styrelseuppdrag. Mathias har varit VD i Giraff Data Konsult AB de två senaste åren.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 14 000 st (0,19%).



Mikael Petré, VD för dotterbolaget Crio

Mikael har studerat vid Stockholms Universitet, och har en bakgrund som chef och projektledare inom olika typer av IT-relaterade roller på Karolinska Institutet. Han har även varit chef för Stockholms Stadsbiblioteks digitala bibliotek. Mikael har varit VD på Crio i snart 3 år.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 5 260 st (0,07%).

LEDNING & STYRELSE



Siv Selva, VD för dotterbolaget Efftre

Siv kommer senast innan TPG från rollen som försäljningschef och affärsutvecklare på Avega Group. Innan dess har hon även haft andra ledande säljroller på OpusCapita och Posten. Hon har en stark erfarenhet av försäljning, och är utbildad som Marknadsekonom från IHM Business School. Siv har varit VD för Efftre i snart 2 år.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 865 st (0,01%)



Anita Roll, VD för dotterbolaget QTEMA

Anita grundade QTEMA för mer än 30 år sedan, och har varit verksam i olika roller i bolaget sen dess, men främst som VD under hela perioden sen grundandet. Utöver QTEMA är hon även verksam inom Företagarna, där hon sitter som Vice Ordförande för Företagarna Stockholms Stad, samt även för Näringslivets Regelnämnd, där hon också sitter i styrelsen. Hon är utbildad gymnasieekonom. Ny VD för QTEMA (Kristina Helmstein) tillträder 25/11-2019

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 2 000 st (0,03%)



Per Elgh, VD för dotterbolaget Waymark och styrelseledamot

Per är VD och medgrundare av Waymark. Han har stark erfarenhet som IT-konsult, från både större och mindre bolag, har varit VD för ett flertal mindre konsultbolag, samt grundat totalt tre IT-konsultbolag. Han är utbildad Civileingenjör inom Väg och Vatten från Lunds Tekniska Högskola, och aktiv i styrelsen sedan 2019.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 147 000 st (2,03%)



Bo Nordlander, Styrelseordförande

Bo har suttit i styrelsen sedan 2017, och har en bakgrund som VD för SIX Financial Information Nordic, Head of Capital Market & Wealth på Tieto, och andra ledande befattningar inom mellanstora till stora bolag. Han är utbildad Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 13 000 st (0,18%)



Daniel Johansson, Styrelseledamot

Daniel har en bakgrund som framgångsrik entreprenör, och har startat och sålt ett flertal bolag, som exempelvis Lexor, Grand Capital, Quaint, med mera. Han har suttit i styrelsen sedan 2008, och har läst systemvetenskap på Örebro Universitet.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 1 813 000 st (25,01%)

LEDNING & STYRELSE



Peter Larsson, Styrelseledamot och specialistkonsult

Peter har stark erfarenhet av ledande roller inom stora IT-projekt och förändringsprogram, från företag såsom Swedbank, UC, och Evry, samt en lång bakgrund av ledande befattningar i små- såväl som stora konsultbolag. Han har även ett förflutet som VD för Efftre, som är ett av Time People Groups dotterbolag. Peter är i grunden utbildad Dataekonom och har suttit i styrelsen sedan år 2000. **Aktieinnehav (andel av Bolaget): 491 750 st, varav 488 750 st via Giraff Data AB (6,78%)**



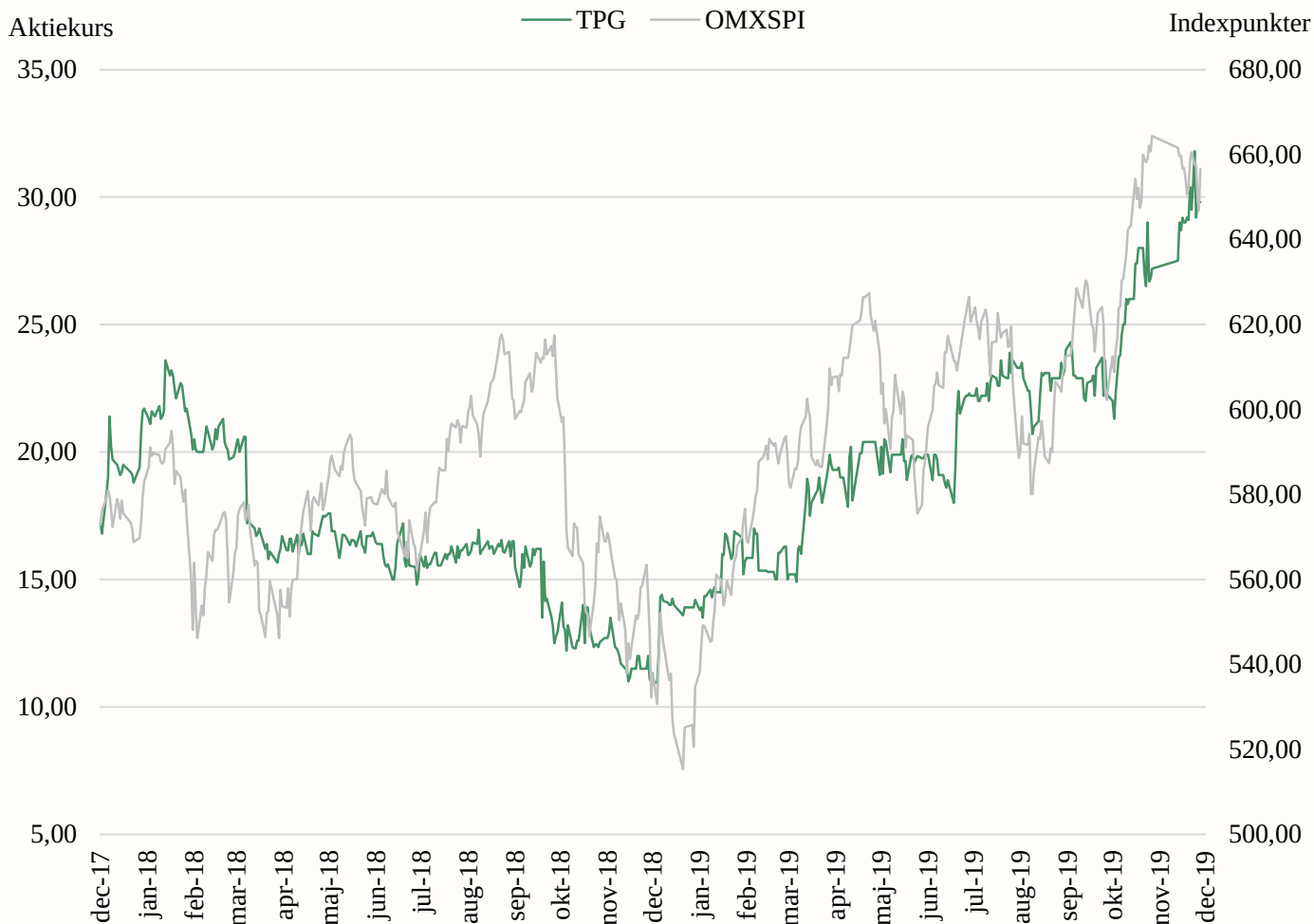
Sofi Franzén, Styrelseledamot

Sofi har en bakgrund som entreprenör, och är VD för och medgrundare av eventbyrån Eventyr AB, som är en av Sveriges ledande eventbyråer. Utöver detta sitter hon i styrelsen för Founders Alliance, och jobbar dessutom aktivt som föreläsare inom områden som ledarskap, att bygga företagskultur, samt entreprenörskap. Hon blev utsedd till Årets VD år 2018, och har varit aktiv i styrelsen sedan 2017.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 2 500 st (0,03%)

APPENDIX

Aktiekursens utveckling



Tkr	2017	2018	2019	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18	Q1-19	Q2-19	Q3-19	Q4-19	Q1-20	Q2-20
Nettoomsättning	108 437	119 654	161 007	25 197	32 720	30 587	31 150	29 917	40 966	38 248	51 876	43 788	55 844
Aktiverat arbete för egen räkning	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	-2	0	
Övriga rörelseintäkter	0	30	15	0	0	0	30	3	3	0	9	0	
Totala intäkter	108 437	119 684	161 022	25 198	32 720	30 586	31 180	29 920	40 969	38 250	51 883	43 788	55 844
Bruttoresultat	108 437	119 684	161 022	25 198	32 720	30 586	31 180	29 920	40 969	38 250	51 883	43 788	55 844
Bruttomarginal	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
SG&A	-92 969	-106 656	-146 425	-25 023	-26 346	-26 982	-28 305	-32 276	-34 601	-34 239	-45 309	-43 329	-48 472
EBITDA*	15 468	13 028	14 597	175	6 374	3 604	2 875	-2 356	6 368	4 011	6 574	459	7 372
EBITDA-marginal	14,3%	10,9%	9,1%	0,7%	19,5%	11,8%	9,2%	-7,9%	15,5%	10,5%	12,7%	1,0%	13,2%
Avskrivningar	-504		-1460	0	0	0	0	-246	-246	-246	-722	-960	-960
EBIT	14 963	13 028	13 137	174	6 375	3 605	2 875	-2 602	6 121	3 765	5 852	-501	6 412
EBIT-marginal	13,8%	11%	8,2%	1%	19%	12%	9%	-9%	15%	10%	11%	-1%	11,5%
Finansnetto	7	0	-14	0	0	0	0	-5	-3	-0,2	-6	2	5
EBT (Res. före skatt)	14 971	13 028	13 123	174	6 375	3 605	2 875	-2 607	6 118	3 765	5 846	-499	6 417
Skatt	-3 576	-3 068	-3 438	-43	-1 594	-901	-530	0	-1 530	-941	-967	-109	-1838
Nettoresultat	11 395	9 960	9 685	130	4 781	2 704	2 345	-2 607	4 589	2 824	4 879	-608	4 579
Nettomarginal	10,5%	8,3%	6,0%	1%	15%	9%	8%	-9%	11%	7%	9%	-1%	8,2%

APPENDIX

tSEK (Bear scenario)	Q1-20A	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E	Q1-21E	Q2-21E	Q3-21E	Q4-21E	2021E
Nettoomsättning	43 788	44 313	42 734	44 663	175 498	41 696	46 229	44 053	49 311	181 289
Aktiverat arbete för egen räkning	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala intäkter	43 788	44 313	42 734	44 663	175 498	41 696	46 229	44 053	49 311	181 289
Bruttoresultat	43 788	44 313	42 734	44 663	175 498	41 696	46 229	44 053	49 311	181 289
<i>Bruttomarginal</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>
SG&A	-43 329	-39 551	-39 109	-37 639	-153 835	-39 195	-42 295	-40 627	-43 922	-166 040
EBITDA	459	4 762	3 625	7 024	15 870	2 501	3 933	3 426	5 388	15 249
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>1,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>8,5%</i>	<i>15,7%</i>	<i>9,0%</i>	<i>6,0%</i>	<i>8,5%</i>	<i>7,8%</i>	<i>10,9%</i>	<i>8,4%</i>
Avskrivningar	-960	-1 065	-1 170	-1 275	-4 470	-960	-1 180	-1 285	-1 390	-4 815
EBIT	-501	3 697	2 455	5 749	11 400	1 541	2 753	2 141	3 998	10 433,9
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-1,1%</i>	<i>8,3%</i>	<i>5,7%</i>	<i>12,9%</i>	<i>6,5%</i>	<i>3,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>8,1%</i>	<i>5,8%</i>
Finansnetto	2	3	3	4	11	2	2	2	2	10
EBT (Res. före skatt)	-499	3 699	2 458	5 752	11 411	1 544	2 756	2 144	4 001	10 444
Skatt	-109	-814	-541	-1 266	-2 729	-340	-606	-472	-880	-2 298
Uppskjuten skatt	0	0	0	0	0					0
Nettoresultat	-608	2 885	1 917	4 487	8 681	1 204	2 149	1 672	3 121	8 146
<i>Nettomarginal</i>	<i>-1,4%</i>	<i>6,5%</i>	<i>4,5%</i>	<i>10,0%</i>	<i>4,9%</i>	<i>2,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>3,8%</i>	<i>6,3%</i>	<i>4,5%</i>

tSEK (Bull scenario)	Q1-20	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E	Q1-21E	Q2-21E	Q3-21E	Q4-21E	2021E
Nettoomsättning	43 788	54 912	51 804	56 712	207 216	59 575	66 050	62 812	70 583	259 020
Aktiverat arbete för egen räkning	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Övriga rörelseintäkter	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Totala intäkter	43 788	54 912	51 804	56 712	207 216	59 575	66 050	62 812	70 583	259 020
Bruttoresultat	43 788	54 912	51 804	56 712	207 216	59 575	66 050	62 812	70 583	259 020
<i>Bruttomarginal</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>	<i>100,0%</i>
SG&A	-43 329	-47 241	-44 351	-48 574	-183 495	-53 900	-56 795	-54 026	-60 387	-225 108
EBITDA	459	7 672	7 453	8 138	23 721	5 675	9 255	8 786	10 196	33 912
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>1,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,3%</i>	<i>11,4%</i>	<i>9,5%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,0%</i>	<i>14,4%</i>	<i>13,1%</i>
Avskrivningar	-960	-1 040	-1 120	-1 200	-4320	-1 045	-1 125	-1 205	-1 285	-4 660
EBIT	-501	6 632	6 333	6 938	19 401	4 630	8 130	7 581	8 911	29 252
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-1,1%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,2%</i>	<i>12,2%</i>	<i>9,4%</i>	<i>7,8%</i>	<i>12,3%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,6%</i>	<i>11,3%</i>
Finansnetto	2	2	3	3	11	2	2	3	3	11
EBT (Res. före skatt)	-499	6 634	6 336	6 941	19 412	4 632	8 132	7 584	8 915	29 263
Skatt	-109	-1 460	-1 394	-1 527	-4 490	-1 019	-1 789	-1 669	-1 961	-6 438
Nettoresultat	-608	5 175	4 942	5 414	14 923	3 613	6 343	5 916	6 953	22 825
<i>Nettomarginal</i>	<i>-1,4%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,5%</i>	<i>9,5%</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,1%</i>	<i>9,6%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,9%</i>	<i>8,8%</i>

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG fransäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

Intressekonflikter och opartiskhet

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

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

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

Bull and Bear- Rekommendationer

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

Definition Bull: Bull är en metafor för en positivt inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för bolaget.

Definition Bear: Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för bolaget.

Övrigt

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Time People Group AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning.

De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

Analysen är framställd av Joakim Walldoff äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2019
WWW.ANALYSTGROUP.SE