

AKTIEANALYS

FULL COVERAGE

QLOSR GROUP

Förvärvsresan fortsätter

2022-12-01

Analytiker: Christoffer Jennel



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 den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

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

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

Qlosr Group AB ("Qlosr" eller "Bolaget") är en helhetsleverantör av IT-lösningar som säljer och levererar paketerade prenumerationstjänster inriktat mot friskolor, offentliga sektorn och SME-företag. Största delen av verksamheten bedrivs på den svenska marknaden och består av paketerade IT-tjänster inom arbetsplats, nätverk och serverdrift. Bolagets primära målgrupper utgörs av verksamheter i storleken 10-300 användare, offentliga sektorn samt den privata skolsektorn med fokus på större nationella skolkoncerner. Qlosr noterades på Nordic SME under Q2-21 genom ett omvänt förvärv.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Introduktion	4
Kommentar Q3-22	5-6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8
Marknadsanalys	9
Finansiell Prognos	10-13
Värdering	14-15
Bull & Bear	16
Ledning & Styrelse	17-18
Appendix	19-20
Disclaimer	21

VÄRDEDREVARE

7 av 10

Qlosr har sedan år 2017 stuvat om sin affärsmodell och fokuserat på att skapa en prenumerationstjänst för öka andelen återkommande intäkter som är av högre lönsamhet. Genom att erbjuda en *One-Stop-Shop* inom IT-relaterade tjänster kan Qlosr tillföra funktionalitet som mindre leverantörer har svårt för och med en helt annat kundfokus, flexibilitet och pris än större leverantörer. Med en unik positionering på IT-marknaden och en ökande trend för paketerade tjänster, estimerar Analyst Group att Qlosr kan växa starkt framgent. Genom förvärv kan Qlosr komma åt nya kundbaser och accelerera prenumerationstjänsterna ytterligare, vilket skulle stärka lönsamheten.

HISTORISK LÖNSAMHET

6 av 10

Qlosr har historisk uppvisat lönsamhet på sista raden, men där större investeringar i Bolagets plattform och kapacitet för att kunna *onboarda* fler och större kunder belastade resultatet under år 2020, varpå Qlosr redovisade förlust. Lönsamheten har därefter återigen återgått till positivt territorium och Bolaget uppvisar en EBITDA-marginal om 5,8 % YTD, justerat för engångskostnader. Med större investeringar gjorda och ökat fokus på prenumerationssmodellen estimeras högre lönsamhet framgent. Viktigt att ha i åtanke dock är att Qlosr redovisar i enlighet med K3 vilket innebär höga goodwillavskrivningar och således påverkar rörelse- såväl som nettoresultatet.

LEDNING & STYRELSE

8 av 10

Ledning och styrelsen i Qlosr innehar lång och gedigen erfarenhet inom IT-branschen, och har ett högt insiderägande. Insynsägandet uppgår till ca 54 % av aktierna och ca 74 % av rösterna, varav VD Jonas Norberg äger ca 12 % av aktierna i Qlosr vilket ingjuter förtroende och talar för att ledning och styrelse kommer att agera för att skapa aktieägarvärde framgent.

RISKPROFIL

4 av 10

Den finansiella risken bedöms vara relativt låg då Bolaget uppvisar lönsamhet på rörelsenivå och starka fria kassaflöden. Kassen uppgick vid utgången av Q3-22 till 48,3 MSEK och i takt med att Qlosr fortsätter att exekvera på omställningen till en prenumerationssmodell förväntas de återkommande intäkterna att öka vilket mynnar ut i ökad lönsamhet och förutsägbara kassaflöden, vilket skulle bidra till en reducerad riskprofil. Konjunkturläget och konkurrensen på IT-marknaden är vad Analyst Group erfar de största riskerna på kort sikt, vilket kan komma att hämma tillväxten och kassaflödet för Qlosr vid ett mer utmanande klimat.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.



Qlosr har under årets första nio månader levererat en omsättning om 370,1 MSEK med en justerad EBITDA-marginal om 5,6 %. Qlosr går nu mot ett säsongsmässigt starkt kvartal och tillsammans med genomförda förvärv estimeras Qlosr nå Bolagets finansiella mål för år 2022¹. Trenden för paketerade tjänster är fortsatt stark och genom ökad korsförsäljning, initierade kostnadsbesparingsåtgärder och fortsatt exekvering på uttalad tillväxt-på-tillväxt-strategi, estimeras en stark tillväxt avseende såväl omsättning som EBITDA-resultat framgent. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10x på 2023 års estimerade EBITDA-resultat om 66,6 MSEK, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 10,8 kr i ett Base scenario.

Fortsatt stark organisk tillväxt

Under Q3-22 uppgick nettoomsättningen till 125,3 MSEK (32,5), vilket motsvarar en omsättningsökning om 282,9 %, varav 19,1 % i organisk tillväxt, och var i linje med våra estimat. Andelen prenumerationstjänster ökade Q-Q och utgjorde 48,8 % (47,9 %) av de totala intäkterna, vilket är över Bolagets prognos om 45 % för år 2022, där den organiska tillväxten uppgick till 21 % Y-Y. EBITDA-resultatet uppgick under Q3-22 till -10,6 MSEK, men belastades av engångskostnader om 14,9 MSEK, varför det justerade EBITDA-resultatet uppgick till 4,3 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 3,4 %, vilket var lägre än estimerat. Den primära anledningen bakom avvikelserna hänförs till den lägre än estimerade bruttomarginalen, drivet av en högre säsongsvariation än väntat.

Fortsätter att exekvera på förvärvsstrategin

I slutet av Q3-22 genomförde Qlosr förvärv av Attaxera och Kontorsutrustning i Kristinehamn, vilket innebär att Qlosr har adderat totalt fyra nya bolag till koncernen hittills under år 2022. Ovan nämnda förvärv genomfördes till en sammanvägd EV/EBITDA-multipel om 4,9x, vilket betyder att Qlosr fortsätter att utnyttja värderingsgapet mellan onoterat och noterat, samtidigt som finansieringsmixen medförde en låg utspädning om ca 2,6 %. Analyst Group anser att Qlosr har lyckats väl med att utnyttja rådande omvärldsläge genom att förvärva lönsamma bolag till attraktiva multiplar, samtidigt som dessa stärker koncernens lönsamhets- och tillväxtutsikter framgent.

Vi upprepar vårt värderingsintervall

Givet utfallet under Q3-22 kan Analyst Group konstatera att medan Qlosr har levererat i linje med våra omsättningsestimater hittills under år 2022, har samtidigt det justerade EBITDA-resultatet understigit våra estimat något, varför vi har reviderat ned den justerade EBITDA-prognosen för år 2022. Vi har däremot reviderat upp såväl omsättningsestimaten som EBITDA-marginalen för åren 2023-2024 givet genomförda förvärv, vilka vi dessutom anser har genomförts till attraktiva villkor. Vi upprepar därför vårt värderingsintervall², däremot bedömer vi det som mindre troligt att Qlosr når vårt Base scenario under innevarande år givet ett fortsatt oroligt marknads-sentiment, utan väljer istället att blicka mot år 2023.

AKTIEKURS | 5,2 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2023 ÅRS PROGNOSE

BEAR
4,6 kr

BASE
10,8 kr

BULL
13,7 kr

Värderingen baseras på flera antaganden och både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

QLOSR GROUP

Stängningskurs (2022-11-30)	5,16
Antal Aktier	59 381 737 ³
Market Cap (MSEK)	306,4 ³
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	71,5
Enterprise Value (EV) (MSEK)	377,9 ³
V.52 prisintervall (SEK)	n.a.

UTVECKLING

1 månad	-3,4 %
3 månader	-12,2 %
1 år	n.a.
YTD	n.a.

HUVUDÄGARE (KÄLLA: QLOSR)

Qlosr Holding AB ⁴	54,3 %
Lodet AB	6,8 %
Andreas Johannes Hofmann	3,3 %
Modelio Equity AB	2,6 %
Strivo AB	2,3 %

VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Jonas Norberg
Styrelseordförande	Bengt Engström

FINANSIELL KALENDER

Bokslutskommuniké 2022	2023-02-22
------------------------	------------

PROGNOSE (BASE), MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	127,9	180,0	512,1	650,4	734,9
Omsättningstillväxt	n.a.	40,7%	184,5%	15,0% ⁷	13,0%
Bruttoresultat	52,4	84,9	208,8	289,1	334,0
Bruttomarginal	41,0%	47,2% ⁵	40,8%	44,4%	45,4%
EBITDA	-4,1	5,3 ⁵	31,4 ⁶	66,6	88,2
EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% ⁵	6,1% ⁶	10,2%	12,0%
P/S	2,4	1,7	0,6	0,5	0,4
EV/S	3,0	2,1	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA	-214,0	-65,3	11,8 ⁶	5,6	4,2

¹ +500 MSEK i omsättning med en justerad EBITDA-marginal om 6-8 %.
² Oförändrat i Base och Bull scenario, däremot en mindre nedrevidering i Bear scenario.
³ I samband med förvärven av Attaxera och Kontorsutr. tillkom en utspädningseffekt om 2,6 %.
⁴ Mer detaljer avseende ägarerna ges under ledning och styrelseavsnittet.
⁵ Justerad för den omställningskostnaden om 31,7 MSEK samt 11 MSEK relaterat till det omvända förvärvet som belastades kostnadsbasen, tillika resultatet, under H2-21.
⁶ Justerad för totala engångskostnader om 16,8 MSEK.
⁷ Utgår från 2022 års estimerade proforma, vilket framgår senare i analysen.

KOMMENTAR Q3-22

Omsättningen kom in i linje med våra estimat

125,2 MSEK
OMSÄTTNING
UNDER Q3-22

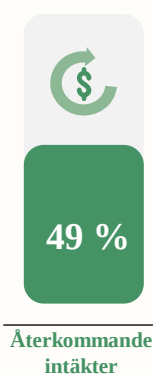
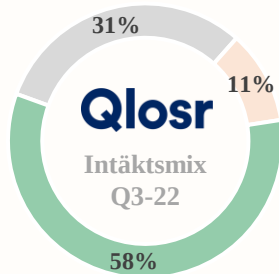
19,1 %
ORGANISK
TILLVÄXT

Nettoomsättningen för det tredje kvartalet år 2022 uppgick till 125,3 MSEK (32,7), motsvarande en total tillväxt om 282,9 % mot jämförbart kvartal föregående år, varav organisk tillväxt uppgick till 19,1 %. Utfallet var i linje med våra estimat och Qlosr tar därmed fortsatta kliv framåt mot Bolagets uppsatta omsättningsmål om +500 MSEK för år 2022. Den organiska tillväxten i prenumerationsintäkterna översteg den totala organiska tillväxten för Qlosr, uppgående till 21 % i Q3-22, vilket indikerar att omställningen mot en ökad andel prenumerationsintäkter utvecklas väl, vilka utgjorde ca 49 % av de totala intäkterna, således över Qlosr mål om 45 % för år 2022. Ett kvitto på Qlosr lyckats väl med att snabbt integrera och transformera förvärvade kundbaser till Bolagets prenumerationstjänst går att tyda i rapporten, då tre av de senaste förvärvens kunder redan under oktober månad har tecknat avtal om paketerade prenumerationstjänster om över 1,9 MSEK. Trots att andelen prenumerationsintäkter kan fluktuera över tid i takt med att Qlosr genomför nya förvärv, vilket ofta medför en ökad andel direktförsäljning initialt, anser Analyst Group att Qlosr utvecklas i rätt riktning samtidigt som Bolagets strategi successivt vidimeras allt mer.

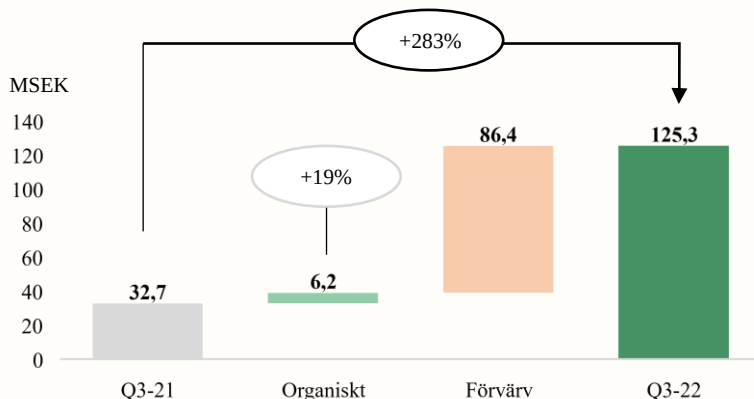
Qlosr fortsätter uppvisa stark tillväxt, trots säsongsmässigt svagt kvartal.

Qlosrs intäktsmix, andel återkommande intäkter och intäktsutveckling Y-Y

■ Public ■ Education ■ Business



Intäktsutveckling Y-Y



Källa: Qlosr Group

Förvärv nummer tre och fyra under år 2022 är ett faktum

I slutet av kvartalet kommunicerade Qlosr förvärven av Attaxera IT och Kontorsutrustning i Kristinehamn AB, vilket gjordes till en total fast köpeskilling om 64,8 MSEK. I vår rapportkommentar för Q2-22 skrev vi att Qlosrs stärkta finansiella ställning öppnade upp för nya förvärv och att Bolaget därmed tillåts utnyttja rådande oroligheterna på de finansiella marknaderna genom att förvärva bolag till attraktiva villkor. Analyst Group anser att Qlosr har lyckats förvärva till attraktiva förvärvsmultiplar, där bolagen förvärvades till en sammanlagd EV/EBITDA-multipel om 4,9x, parallellt som Qlosr handlades till en EV/EBITDA-multipel om ca 20x vid förvärvstidpunkten. Qlosrs starka kassa möjliggjorde även att förvärven kunde finansieras genom en hög kontantandel vilket, i kombination med villkoren på de nyemitterade aktierna till säljarna, medförde en låg utspädning om endast ca 2,6 %, vilket vi ser positivt på. Genom förvärven ges Qlosr tillgång till ytterligare kundbaser att applicera Bolagets tillväxt-på-tillväxt-strategi, vilket göder en såväl starkare som mer uthållig tillväxt, samtidigt som Qlosr medförs såväl ökade resurser som kompetens för att förädla befintligt produkterbjudande till hela Qlosr-koncernens kundbas.

**FÖRVÄRVAT BOLAG
TILL ATTRAKTIVA
MULTIPLAR**

KOMMENTAR Q3-22, FORTS.

SÄSONGS- VARIATION PRESSAR BRUTTO- MARGINALEN

Bruttomarginalen under vår prognos

Under Q3-22 uppgick bruttomarginalen till 30,7 %, men justerat för engångskostnader om 11,3 MSEK som togs på bruttonivå uppgick den justerade bruttomarginalen till 39,7 %, vilket var lägre än dels våra estimat om ca 42–44 %, dels lägre än Qlosr uppsatta mål om 43 % för helåret 2022. Bruttomarginalen var därtill lägre än vad Qlosr uppvisat under H1-22, uppgående till 43,9 %, där den lägre bruttomarginalen kan förklaras av ett säsongsmässigt svagare kvartal, vilket bl.a. medför minskad konsultfakturerings, vilka annars är av högre marginal. Vidare kunde vi i rapporten utläsa att Qlosrs långa prenumerationsavtal påverkas av den höga inflationen, vilket därmed får en negativ effekt på bruttomarginalen, men som kommer att inflationsjusteras vid årsskiftet, varför marginalen tillåts stärkas framgent. Med det sagt var dock säsongsvariationen högre än estimerat och vi kommer att se över våra bruttomarginalsprognoser.

EBITDA-resultatet belastas av engångskostnader – justerad EBITDA var något under estimat

Som Qlosr guidade för under Q2-22 belastades resultatet under det tredje kvartalet av större engångskostnader till följd av sammanslagningen av dotterbolagen Qlosr AB och RG19. EBITDA-resultatet uppgick därmed till -10,6 MSEK, men vid exkludering av engångskostnaderna om 14,9 MSEK uppgick det justerade EBITDA-resultatet till 4,3 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 3,4 %. Utfallet var under vår prognos, där vi hade räknat med ett justerad EBITDA-resultat om ca 6–7 MSEK, där Analyst Group bedömer att diskrepansen primärt förklaras av den lägre än estimerade bruttomarginalen.

Det fjärde kvartalet är rent säsongsmässigt det starkaste och med de kostnadsbesparingsåtgärder som vidtagits i samband med sammanslagningen, en starkare bruttomarginal givet en mer gynnsam intäktsmix och bidrag från nyligen gjorda förvärv, ser vi att Qlosr kan avsluta året med ett betydligt starkare EBITDA-resultat.

Fortsatt stark kassa, men också en ökad skuldnivå till följd av genomförda förvärv

Vid utgången av Q3-22 uppgick kassan till 48,4 MSEK, en minskning med -11,2 MSEK från Q2-22. Den minskade kassan härleddes å ena sidan av sammanslagningen av ovan nämnda dotterbolag där den kassaflödespåverkande effekten var -8,1 MSEK, således högre än de -5,5 MSEK som Bolaget flaggade för i Q2-22, å andra sidan av kontantbetalningen relaterat till de senaste fyra förvärven, uppgående till ca 42,5 MSEK. Därtill uppgick kassaflödet från den löpande verksamheten (efter förändringar i rörelsekapitalet) till -10 MSEK, varför kassan inte minskade mer under kvartalet förklaras av att Qlosr har utökat de räntebärande lånen med 43,7 MSEK Q-Q, vilket har använts till att delfinansiera förvärven. Balansräkningen har därmed, givet minskad kassa och ökad skuldsättning, försvagats något under Q3-22, däremot har Qlosr, enligt Analyst Group, genom förvärv av lönsamma bolag och initierade kostnadsbesparingsåtgärder, stärkt lönsamhetsutsikterna och förmågan att leverera ökat fritt kassaflöde framgent. Således möjliggörs för Qlosr att hantera den ökade skuldsättningen och successivt amortera ned den genom organiskt kassaflöde, även om Analyst Group gärna hade sett en lägre skuldsättning givet den stigande räntemiljön.

Q3-22 at a glance



+19 %

Organisk tillväxt



3,4 %

Justerad EBITDA-marginal



48,4 MSEK

Kassa Q3-22



4

Nya förvärv

INVESTERINGSIDÉ

UNIK POSITION PÅ IT- MARKNADEN

AXPLOCK AV QLOSRS KUNDER:



STOCKHOLMS
STADSMISSION



FÖRVÄRV SKA ACCELERERA TILLVÄXTEN

650,4 MSEK
I NETTO-
OMSÄTTNING
ESTIMERAS
FÖR 2023E

FRAGMENTERAD MARKNAD UTGÖR RISK

Unik positionering på IT-marknaden ger strategisk fördel för Qlosr

IT-marknaden är fragmenterad, bestående av ett stort antal implementationskonsulter och driftbolag, något som medför hög konkurrens där aktörer primärt konkurrerar genom pris, vilket innebär låga marginaler. Antalet leverantörer som fokuserar på helhetslösningar och drift är däremot betydligt lägre. Större outsourcingaktörer som TietoEvry, CGI, Visolit och Iver har en stark ställning på IT-marknaden, men dessa adresserar primärt större organisationer och har haft svårigheter att adressera SME-företag. Då Qlosr dels tillhandahåller en helhetslösning, dels adresserar SME, offentliga sektorn och den privata skolsektorn, har Bolaget en unik positionering på marknaden som resulterar i en strategisk fördel gentemot andra aktörer på marknaden.

En sticky affärsmodell som mynnar ut i återkommande intäkter

I en undersökning utförd av Ivanti under år 2020 visade det sig att över 85 % av de tillfrågade företagen hade fler än fem IT-leverantörer, att samordna de olika IT-leverantörernas tjänster kräver tid, pengar och till viss del även IT-kompetens, då ingen enskild leverantör ansvarar för att helheten ska fungera. I regel kännetecknas Qlosrs adresserbara kunder av att inte alltid ha en egen IT-personal eller avdelning, varför en helhetsleverantör som Qlosr, som tar fullt ansvar för en organisations IT-infrastruktur och därtill skräddarsyr sitt erbjudande efter kundens behov, innebär ökad flexibilitet och en allmän förenkling för dessa kunder, som uteslutande kan fokusera på sin kärnverksamhet. Genom att paketera helhetslösningar till en prenumerations-tjänst med långa löptider, anser Analyst Group att Qlosrs affärsmodell är konkurrenskraftig samtidigt som den ger upphov till återkommande intäkter. Den starka trenden som finns för paketerade tjänster ger Qlosrs satsning på prenumeration av IT-tjänster medvind och Bolagets produkt ger kunderna mervärde genom att Qlosr kan tillföra funktionalitet som mindre leverantörer har svårt för, men samtidigt med en högre flexibilitet och kundfokus än de större leverantörerna på marknaden. Bland Qlosrs kundbas återfinns organisationer som Doktor 24, Stockholms Stadsmission, Statskontoret och Internationella Engelska Skolan, och vad Analyst Group erfar har Qlosr en låg *churn* vilket påvisar affärsmodellens *stickiness*, och tillsammans med långa, ständigt uppdaterade, avtal genereras förutsägbara intäkter.

Uttalad förvärvsstrategi ska accelerera tillväxten – ”Tillväxt på tillväxt”

Qlosr har en uttalad förvärvsstrategi, vilken grundar sig i att förvärva lågt värderade IT-bolag med nöjda kunder samt hög potential att transformera engångsintäkter till prenumerations-intäkter, men kan även komma att göras för att nå nya marknader eller för att bredda tjänste-utbudet. Genom förvärv kan Qlosr att koppla på Bolagets paketerade helhetslösningar till nya kundgrupper samtidigt som befintliga, tillika tillkommande, kunder erbjuds ett bredare produktutbud. Följaktligen kan Qlosr skapa bättre förutsättningar för en mer uthållig organisk tillväxt på sikt, och därmed uppnå en ”tillväxt på tillväxt”- effekt, samtidigt som Qlosr kan dra fördel av viktiga inköps- och produktionssynergier.

Värdering och prognos

Med bakgrund till de snabba teknikskiftena, som endast har accelererats ytterligare i ljuset av pandemin, kan det vara utmanande för aktörer utan IT-avdelning eller med behov av IT-stöd att tillgodose sig med rätt IT-system. En aktör som Qlosr erbjuder flera fördelar genom dess enkelhet och flexibilitet, samtidigt som organisationer kan bespara resurser och pengar då behov av egenanställda med IT-kompetens minskar. Qlosrs mervärde till kunder, i kombination med den starka trenden för paketerade tjänster, väntas resultera i stark tillväxt framgent och för år 2023 estimeras en omsättning om 650,4 MSEK med ett EBITDA-resultat 66,6 MSEK. Genom applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10x, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 10,8 kr i ett Base scenario.

Konjunkturkänslig och fragmenterad marknad kan hämma tillväxten

IT-marknaden är i regel konjunkturkänslig där ett mindre gynnsamt konjunkturläge får en generellt negativ effekt på organisationers vilja att investera i IT, vilket pandemin tydligt visade under år 2020, och kan därmed påverka Qlosrs kunder i termer av nyinvesteringar. Analys-företaget Radar har till följd av Rysslands invasion av Ukraina sänkt tillväxtprognoserna på den svenska IT-marknaden under åren 2022-2023, vilket kan resultera i en minskad efterfrågan på IT-tjänster framgent. IT-branschen är i hög grad konkurrensutsatt där aktörer b.l.a. konkurrerar genom pris, innovation och kvalitet, vilket kan mynna ut i lägre efterfrågan på Qlosrs produkter och därmed hämma framtida tillväxt givet ett mer oroligt omvärldsläge.

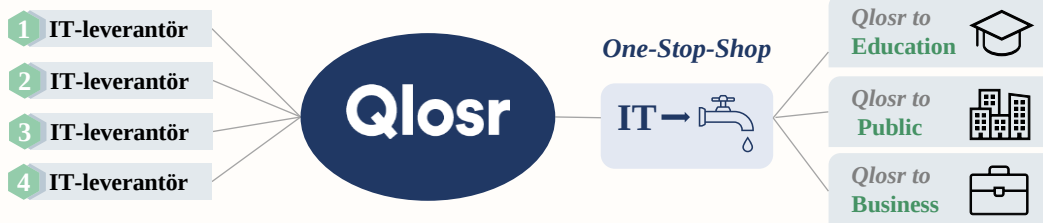
Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BOLAGSBESKRIVNING

PRODUKT-LÖSNINGAR:

 IT-arbetsplats	 Identitetshantering och integrationer
 Serverdrift och hybrid/public cloud	 Mötesrum
 Nätverk	 Säkra utskrifter
 Applikationsdrift	 Broad Cast Room

Qlosr Group är en svensk IT-leverantör som erbjuder molntjänster inom arbetsplats, nätverk och serverdrift till den privata skolsektorn, SME-företag och offentliga sektorn, med huvudsaklig verksamhet i Sverige. Traditionella IT-tjänsteleverantörer fokuserar i regel på att leverera en enskild del/delar av IT-systemet, vilket betyder att en kund med IT-behov behöver inhandla tjänster från flertalet olika leverantörer och resulterar i att kunden erhåller *multi-sourcing*-lösningar. Då ingen direkt ansvarar för att få tjänsterna från de olika leverantörer att samordna, ställer det krav på IT-kompetens hos kunden, vilket kan vara associerat med en ytterligare kostnad och tidsåtgång för att administrera diverse IT-tjänster. Med en ständigt föränderlig teknikutveckling och ökad digitalisering, kan detta vara utmanande, där Qlosrs målgrupper kännetecknas av att inte alltid ha den kompetensen *in-house*. Qlosr differentierar sig från andra IT-leverantörer genom att de paketerar helhetslösningar inom IT, vilket gör att Qlosr kan fungera som en *One-Stop-Shop* åt kunden, där Qlosr tar fullt ansvar för att IT-tjänsterna samordnas. Qlosr kan därför ses som en mellanhand mellan IT-leverantörer och kund, där Qlosr snarare ska, tillsammans med kunderna, ses som en gemensam stor kund mot leverantörerna. Därigenom har Bolaget kunnat skapa nya standarder, s.k. *Best-Practice*, genom stora inköpsvolymerna och paketerade helhetstjänster som medför bättre funktionalitet såväl som flexibilitet än många av konkurrenterna.



Intäktsmodell

Bolagets paketering av helhetslösningar består av hård- och mjukvara, tjänster och konsulttimmar, som primärt säljs genom prenumerationsavtal på månatlig basis och med långa löptider, vanligtvis mellan 24-60 månader, där kunden enkelt kan aktivera och stänga av tjänster utefter behov och ges därför möjlighet att få "IT på kran". Qlosr har även en uttalad förlängningsstrategi för befintliga kundavtal som handlar om att omförhandla avtalet efter två tredjedelar av avtalstiden, detta för att ständigt ha uppdaterade kundavtal med långa löptider. Bolaget prenumerationbaserade tjänst innebär högre skalbarhet än traditionella IT-leverantörer som arbetar med en hög kundanpassad leverans, vilket normalt sett är svårt att skala upp, och är tillika en återkommande intäkt. En del av försäljningen sker fortfarande genom kunder som avropar produkter och tjänster mot direktfaktura, men avses reduceras framgent. Under Q1-Q3 år 2022 utgjorde återkommande intäkter 48 % av de totala intäkterna, där Qlosr har som mål att öka denna andel till 60 % till år 2024. Vidare har Qlosr som målsättning¹ att omsätta 1 mdSEK inom år 2024, vilket ske genom organisk såväl som förvärv tillväxt.

Kostnadsdrivare

Qlosrs primära kostnadsdrivare är Bolagets bruttokostnader som dels inkluderar löpande direkta kostnader associerat till hård- och mjukvara, dels kostnader för support, övervakning av IT-system och on-offboarding av nya kunder, där sistnämnda kräver uppskalning av kapacitet och uppdatering av plattform. Personalkostnader är Qlosrs andra största kostnadspost som sedan år 2019 har utvecklats i en lägre takt än omsättningen, vilket visar på att Qlosr kan skala upp intäkter utan att det resulterar i nämnvärt fler anställda. Prenumerationstjänsten möjliggör skalbarhet i verksamheten, t.ex. om fler användare ska anslutas till prenumerationstjänsten avseende en befintlig IT-lösning krävs inga större insatser av Qlosr då det endast rör sig om mjukvara.

Strategiska utsikter

IT-marknaden är i hög grad fragmenterad vilket leder till prispress och låga marginaler som följd. Genom att paketera IT-tjänster till en helhetslösning, varvid kunder kan enkelt justera antalet tjänster utefter behov, erbjuder Qlosr en enkelhet, funktionalitet och flexibilitet som andra aktörer har svårt att mäta sig med, och som ger mervärde till slutkunden. Att Qlosr snarare fokuserar på att leverera en lösning som ger mervärde till kund, framför ett så lågt pris som möjligt, resulterar i goda marginaler. Genom förvärv kan dessutom Qlosr få tillgång till nya kundbaser varigenom Bolaget kan sälja sina paketerade tjänster till, vilka är av högre lönsamhet och associerade med förutsägbara kassaflöden.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

1 Finansiella mål till år 2024

Tillväxt: ~20%/år²

Omsättning: 1 mdSEK

Marginal: 10-12% (EBITA)

55 % bruttomarginal från prenumerations-affären

Utdelning: 30 % av vinsten³

² I genomsnitt över en konjunkturcykel, drivet dels organiskt, dels genom förvärv.

³ Utdelningen ska vid varje tillfälle vägas mot Bolagets affärsmöjligheter.

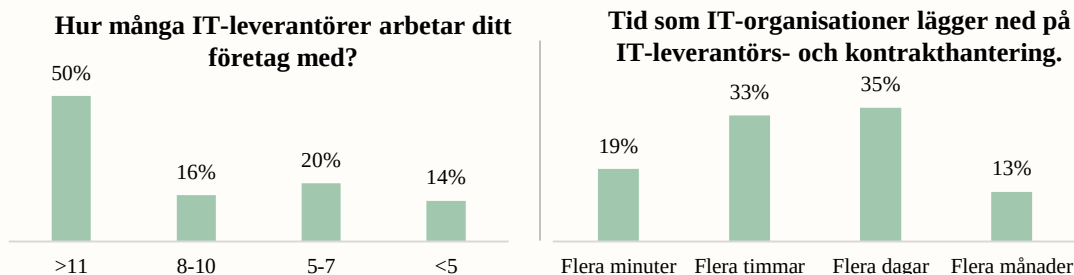
MARKNADSANALYS

PANDEMIN HAR ACCELERERAT DIGITALISERINGEN

Marknader överlag blir allt mer dynamiska och oförutsägbara vilket i sin tur ställer höga krav på företagens förmåga att snabbt ställa om för att kunna hantera diverse utmaningar och samtidigt tillvarata nya möjligheter som ny teknik och ökad digitalisering medför, något Covid-19 pandemin otvivelaktigt har visat. IT har blivit en alltmer strategisk tillgång i takt med ökad digitalisering, vars tillämpning har fått större betydelse för affärsstrategi och organisatoriska mål. En viktig del av digitaliseringen är användningen av molntjänster eftersom det ger företagen ökad flexibilitet, användarvänlighet och effektivitet. Genom att utveckla det interna IT-systemet och digitaliseringsarbetet kan företag göra det möjligt att utveckla nya eller bättre interna processer, men även nya produkter och tjänster. Qlosr adresserar den privata skolektorn, offentliga sektorn och SME-företag med 10-300 anställda, vilka ofta inte har egen IT-personal/avdelning varför en ständigt utvecklande teknik och ökad digitalisering kan vara utmanande. Den privata skolektorn står till exempel för en omfattande digitalisering för att kunna hantera de kommande Digitala Nationella Proven, där många privata skolor idag har enklare IT-miljö och föråldrad utrustning. Qlosrs tjänstepakterade prenumerationsavtal och nära kundrelation, vari Bolaget tar ansvar för att helheten ska fungera, kan därför bespara organisationer både tid och resurser.

FRAGMENTERAD MARKNAD

IT-marknaden består idag av ett stort antal implementationskonsulter och driftbolag, där större traditionella outsourcingsleverantörer som CGI, TietoEvry och Iver har en stark position. Dessa aktörer fokuserar primärt på större företag, och har haft svårigheter att adressera små- och medelstora bolag. För mindre IT-leverantörer, å ena sidan, är det både mer naturligt och enklare att inrikta sig mot SME-företag. En utmaning, å andra sidan, för de mindre IT-leverantörerna är att de sällan kan erbjuda kunden en komplett lösning, vilket resulterar i att slutkunden behöver inhandla IT-tjänster från flera olika leverantörer, s.k. *multi sourcing*-lösningar. IT-mjukvarubolaget Ivanti genomförde under år 2020 en undersökning där det visade sig att över 85 % av de 1 300 tillfrågade IT-ansvariga svarade att företaget arbetar med minst fem olika leverantörer. Nedan illustreras utfallet från undersökningen:



Historiskt har tillväxten på den svenska IT-marknaden uppgått till ungefär 3 % årligen, dock medförde pandemin större kostnadsbesparingar bland svenska företag, vilket föranledde till att tillväxten på IT-marknaden sjönk med 4,6 % under år 2020. IT-marknaden återhämtade sig dock starkt under år 2021, där analysföretaget Radar (2021) estimerat tillväxten till 4,6 %, drivet b.l.a. av ett uppdämt behov för IT-investeringar givet den ökade digitaliseringen till följd av pandemin. Molntjänster står för en stor del av tillväxten på IT-marknaden och kunde även påvisa tillväxt under 2020, motsvarande 9,3 %, och estimeras ha uppvisat en tillväxt om 7,8 % under år 2021. Till följd av Rysslands invasion har Radar sänkt tillväxtprognoserna för åren 2022-2023 givet dess påverkan på konjunkturen, vilken i sin tur påverkar den svenska IT-sektorn. Innan invasionen av Ukraina hade Radar estimerat en tillväxt om 3,3 % år 2022 på den svenska IT-marknaden och att marknaden för IT-tjänster samt konsulttjänster skulle växa med en årlig tillväxt om 5,3 % respektive 6,8 %. Tillväxten har reviderats ned och Radar estimerar nu att svenska IT-marknaden kommer att växa med 2,7 % under år 2022, medan marknaden för IT-tjänster och konsulttjänster kommer öka med 2,4 % respektive 1,4 %.

MOLNTJÄNSTER VÄXER STARKT INOM IT-SEKTOREN

Trenden för paketerade tjänster såsom IaaS, XaaS, PaaS och SaaS blir allt starkare, där faktorer som ökad användning av molnbaserad övervakning, efterfrågan på skalbara lagringstjänster, låga kostnadsbarriärer och att endast betala för det som används är drivande. Givet att Qlosr har ökat andelen av Bolagets försäljning till prenumeration, kan Bolagets helhetslösningar för IT-tjänster liknas vid en XaaS/IaaS-modell¹ då Qlosr tar ansvaret för att hela en organisations IT-miljö ska fungera samordnat. Den globala marknaden för IaaS väntas växa med en CAGR om 23 % fram till 2027, för att då värderas till ca 200 mdUSD. Qlosr är idag primärt verksamma i Sverige, men den estimerade tillväxten för den globala IaaS-marknaden visar samtidigt på att den starka trenden som finns inom paketerade tjänster endast väntas fortsätta.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

**CAGR OM 23 %
ESTIMERAS TILL
ÅR 2027
FÖR IAAS-
MARKNADEN**

¹ XaaS = Everything-As-A-Service
IaaS = Infrastructure-As-A-Service

FINANSIELL PROGNOSE

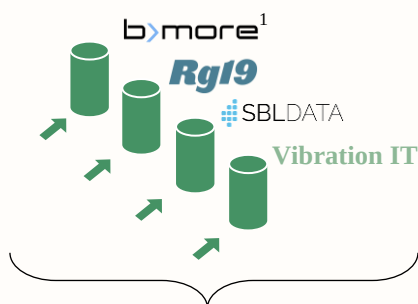
Omsättningsprognos 2022-2024

Sedan år 2017 har Qlosr fokuserat på att paketera IT-lösningar i enlighet med en prenumerationsmodell som innebär att Bolagets kunder, istället för att köpa enskilda produkter och sedan göra avrop av konsulttimmar på löpande räkning, kan skala upp och ned från tjänstepaketeringen utifrån eget behov. Bolaget erhåller ännu intäkter från kunder som köper produkter och tjänster löpande mot direktfaktura, något som dock väntas minska framgent. Sedan implementeringen av prenumerationstjänster har Bolagets återkommande intäkter vuxit starkt och uppgick under Q1-Q3 2022 till 48,2 % av totala intäkter, vilket överstiger Bolagets målsättning för år 2022 om 45 %. Qlosr har som målsättning att de återkommande intäkter ska utgöra 60 % av de totala intäkter år 2024. Genom att ingå långa kundavtal, vilka kontinuerligt uppdateras i enlighet med Qlosrs förlängningsstrategi, skapar Qlosrs prenumerationsmodell förutsättningar för fortsatt tillväxt och förutsägbara kassaflöden. Detta eftersom Bolagets prenumerationsmodell tillåter Qlosr att växa tillsammans med sina kunder i takt med att fler användare ansluts till Bolagets prenumerationstjänst, alternativt om kunden adderar nya tjänster i sin paketering, vilket de kan göra utan större direktinvesteringar. Modellen medför därför en *stickiness* hos kunder genom dess enkelhet, förutsägbarhet och flexibilitet, varför Qlosr kan ta mer betalt än andra leverantörer, samtidigt som erbjudandet blir mindre konkurrensutsatt.

Qlosr har mellan åren 2015-2021 uppvisat en årlig tillväxt om 20 %, exklusive gjorda rörelseförvärv under år 2021, i vilken den historiska tillväxten drivits dels organiskt, dels genom förvärv, vilket Bolaget även ämnar fortsätta göra framgent. Qlosr har sedan noteringen under Q2-21 genomfört nio rörelseförvärv, vilka under år 2021 uppvisade en total omsättning om ca 404 MSEK med ett EBITDA-resultat om ca 44 MSEK. Förutom en starkt finansiell profil bidrar förvärven med nya kundbaser och marknader, starkt produkt erbjudande, inköps- och produktionssynergier samt exponering mot den offentliga sektorn, varför Qlosr t.ex. har etablerat affärsområdet Qlosr to Public. Med förvärvet av RG19 kommer Qlosr framöver b.l.a. kunna erbjuda affärskritisk applikationsdrift, vilket kommer att möjliggöra för Qlosrs kunder att utföra och driva ett program från molnet, något som medför stora fördelar, tillika förenkling, som därmed ökar värdet på Qlosrs paketeringslösningar och gör affärsmodellen än desto mer *sticky*. Förvärven medför även en ökad volym av återkommande intäkter, vilket ger mer förutsägbara kassaflöden, samtidigt som det möjliggör för Qlosr att ytterligare utöka de återkommande intäkterna, men likväl lönsamheten, genom att koppla på Qlosrs paketerade produktutbud, vilken har breddats genom förvärven, till befintliga, förvärvade och även nya kundbaser.

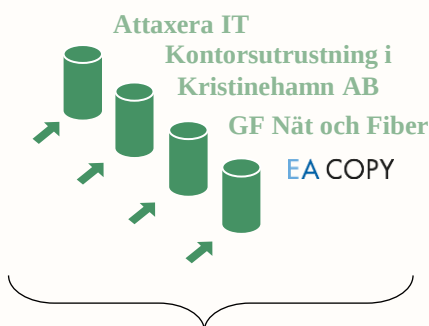
Qlosr uppvisade hög förvärvstakt under år 2021, och har fortsatt på inslagen väg under år 2022 med fyra ytterligare förvärv.

Qlosrs nio hittills gjorda förvärv sedan noteringen under Q2-21



Förvärv under år 2021

Källa: Qlosr Group



Hittills genomförda förvärv under år 2022

Förvärvade bolag (år 2021)²



Omsättning

404

MSEK



EBITDA

44

MSEK

Flera förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit

En viktig del i Qlosrs tillväxtstrategi är förvärv och genom att kapitalisera på den högfragmenterade IT-marknaden via konsolidering av andra aktörer tillåts koncernen växa ytterligare, vilket i sin tur ger Bolaget och dess produkt erbjudande ökad vidimering, något som kan minska införsäljningströsklarna för nya avtal med SME-företag, offentlig sektor, skol-koncerner. Med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av när, belopp, struktur på finansieringen och dylikt, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Vi bedömer att Qlosr har god tillgång till kapital, dels från aktiemarknaden givet stark ägarbas, dels från obligationsmarknaden då Bolaget är lönsamt, varför flera förvärv är att vänta, men ses idag som en extra option på gjorda prognoser.

¹ Och IT-Finansiering i Väst.

² Data hämtat från Alla Bolag i kombination med PM:s från Qlosr..

FINANSIELL PROGNOSE

Drivande för den organiska tillväxten bedömer Analyst Group är just enkelheten, tillika flexibiliteten, som det innebär för kunder att samla alla sina IT-behov hos enbart en leverantör, som dessutom erbjuder en prenumerationsbaserat tjänst utefter behov. En majoritet av Qlosrs intäkter genereras inom affärsområdet Qlosr to Business där målgruppen är SME-företag, vilka i regel är mer snabbväxande än större organisationer, vilket i sin tur medför en stark organisk efterfrågan av Qlosrs IT-lösningar, dels genom ett ökat antal användare till prenumerations-tjänsten, dels genom att kunderna adderar ytterligare IT-tjänster, i takt med att företagen växer. Den ständigt föränderliga tekniska utvecklingen, t.ex. det ökade användande av molntjänster, kräver dock en kompetens och mognadsgrad som de flesta SME-företag inte fullt ut besitter. Att ha en aktör som Qlosr som sköter allt IT-relaterat är därmed ett attraktivt alternativt för Bolagets målgrupp, samtidigt som kunderna kan spara in resurser och pengar då färre egna anställda med IT-kompetens behövs. Detta, i kombination med Qlosrs fokus på kundnöjdhet, möjliggör höga *switching costs* och således att Qlosr tillåts i ökad utsträckning växa tillsammans med Bolagets snabbväxande kunder.

Pandemin har accelererat den digitala omställningen och skolor är inget undantag, varför flera interna processer inom skolväsendet har och kommer att fortsätta behövas digitaliseras. Med förvärvet av Bmore IT och systerbolaget IT-Finansiering i Väst kan Qlosr även bearbeta den offentliga sektorn, vilket väntas driva ytterligare tillväxt under prognosperioden. Qlosr har historiskt även varit framgångsrika i merförsäljningen till befintliga kunder, med en snittintäkt per månad för en typisk avtalskund som stigit från ca 20 tSEK till 50 tSEK senaste två åren, vilket stärker tillväxtutsikterna för koncernen givet de nio rörelseförvärv som Bolaget har genomfört LTM, varigenom Qlosr har givits tillgång till en större kundbas.

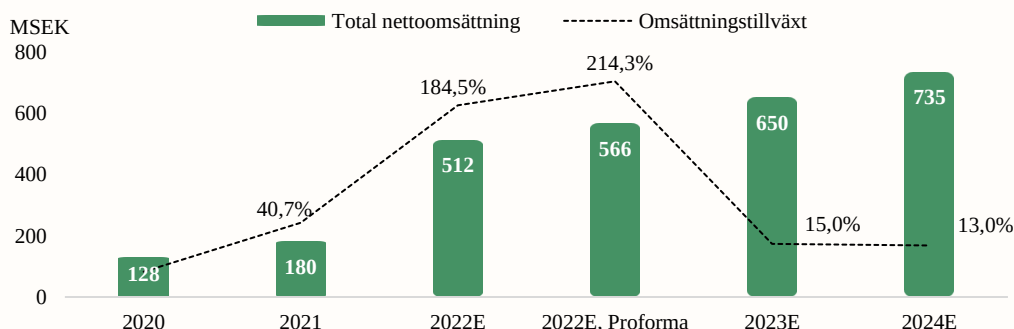
Etableringen av dotterbolag i Danmark, vilket skedde under Q1-22, var ett första steg för Qlosr i Bolagets nordiska satsning och även om det ännu är i ett tidigt skede är potentialen stor då det vidgar Qlosrs adresserbara marknad väsentligt. Satsningen har dessutom redan burit frukt och under Q1-22 erhöll Qlosr ett strategiskt avtal avseende klienter-och nätverkstjänster med Copenhagen Malmö Port AB till ett initialt värde om ca 6 MSEK över en treårsperiod. Avtalet är viktigt då det ger Qlosr en viktig referenskund för Bolagets fortsatta nordiska satsningar och tillväxt i regionen framgent.

Under Q3-22 har Qlosr genomfört en sammanslagning av dotterbolagen Qlosr AB och RG19 i Norden AB, vilka har flyttats ihop i gemensamma lokaler. Qlosr har även, som ett led i sammanslagningen, integrerat dotterbolagens infrastrukturplattformar med syftet att optimera leveranskapaciteten, vilket ger skalfördelar för hela koncernen, samtidigt som sammanslagning som sådan estimeras medföra ökad intjäningspotential per anställd i Stockholmsregionen på grund av lastbalansering för medarbetarna.

Qlosr har hittills under år 2022 presterat i enlighet med våra estimat, men med bakgrund till nyligen genomförda förvärv, ökade korsförsäljningsmöjligheter, fortsatt förädling av produkt-erbjudandet och snabb integrering av förvärvade kundbaser, har vi reviderat våra prognoser. För helåret 2022 estimeras en nettoomsättning om 507,7 MSEK, motsvarande en tillväxt om ca 182 %, varav den organiska tillväxten estimeras till ca 23 %. För år 2023 estimeras en nettoomsättning om 645,3 MSEK, motsvarande en tillväxt om ca 27 %, varav 15 % organiskt.

Fokus på prenumerationsmodellen tillsammans med genomförda förvärv bäddar för stark tillväxt framgent.

Nettoomsättning och tillväxt, år 2020-2024E



Källa: Analyst Groups prognoser

FINANSIELL PROGNOSE

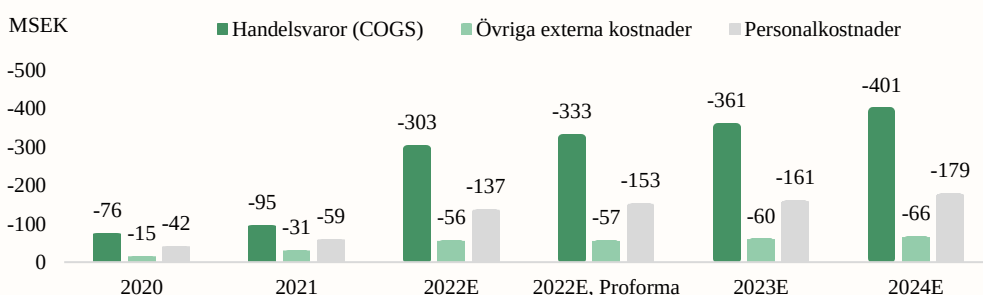
Kostnadsprognos 2022-2024

Övergången till att sälja paketerade IT-lösningar i enlighet med en prenumerationsmodell, innebär konkret att Qlosrs kunder avropar tjänstepaketeringar utifrån ramavtal istället för att göra enstaka produktköp och avrop på konsulttimmar på löpande räkning, vilket är det mer traditionella förfarandet. Detta mynnar ut i en mer skalbar affärsmodell där bruttokostnaderna kan fördelas över en längre period, snarare än att bruttokostnader tas *up-front* vilket kan innebära volatila marginaler från period till period. Detta har varit tydligt historiskt, där Qlosrs bruttomarginal har pendlat mellan ca 30-60 %, men förklaras av att när Qlosr växer och därmed hanterar en större kundbas, tillika större kunder, behöver Bolaget investera i tjänstepaketeringar, förvaltningssystem och processer, vilket tas upp som bruttokostnader. Detta har Bolaget nu gjort under de senaste tre åren och vi estimerar att dessa bruttorelaterade kostnader kommer att reduceras framöver, och således utgöra en lägre andel av omsättningen. Vidare bedömer Analyst Group att effekterna av gjorda förvärv under åren 2021-2022 medför en kortsiktig negativ påverkan på bruttomarginalen under år 2022, givet bl.a. Bmore och IT-Finansiering i Västs lägre bruttomarginal, vilket även utfallet för H1-22 var ett kvitto på i vilken bruttomarginalen uppgick till 43,9 %, en minskning med ca tolv procentenheter mot jämförbar period föregående år. Genom att Qlosr ges tillgång till nya kundbaser via förvärven där strategin är att koppla på prenumerationstjänsten successivt antar vi dock att bruttomarginalen kan återhämta sig för att år 2024 uppgå till 45,4 %. Förvärven medför även att Qlosr kan kontrollera hela leveranskedjan vilket effektiviserar den interna produktionen, samtidigt som Bolaget skapar kostnadssynergier genom inköp av handelsvaror, vilket antas få god effekt på lönsamheten kommande kvartal. Vidare har Qlosr sedan H2-22 ökat andelen egenfinansierad utrustning som ett resultat av en stärkt kassa, vilket i kombination med att Qlosr kommer justera prenumerationens avtalen för inflation vid årsskiftet 2022/2023, estimeras få en positiv påverkan på bruttomarginalen kommande kvartal. För år 2022 estimeras den justerade bruttomarginalen uppgå till 43 %, vilket är något lägre än tidigare estimat (44,1 %), förklarat av att säsongsvariationen under Q3-22, Bolagets svagaste kvartal sett till helåret, var högre än estimerat, där den justerade bruttomarginalen uppgick till 39,7 %¹.

Vid utgången av Q3-22 hade Qlosr över 158 anställda och personalkostnaderna är därmed en stor kostnad för Bolaget, vilka estimeras uppgå till 137,2 MSEK, eller 26,3 %¹ av total nettoomsättning år 2022. Även om Qlosr är en IT-leverantör, vilka i regel tenderar behöva skala upp antalet anställda i takt med omsättningen, medför den accelererande omställningen till standardiserade prenumerationens affärer en betydligt högre skalbarhet i Bolagets affärsmodell, varför Analyst Group estimerar att personalkostnader kommer att växa framöver, men i en lägre takt än omsättningen. Bolagets implementering av Q-Inspire, en AI-plattform som automatiserar administrativt arbete, effektiviserar den operativa verksamheten och minskar behovet ytterligare personal vid uppskalning av intäkterna, och är således ett ytterligare argument för att personalkostnaderna kan hållas nere vid ökad försäljning. Då externa kostnader primärt utgörs av fasta kostnader, t.ex. lokalhyra, ser vi att kostnadspostens andel av omsättningen, som under åren 2020-2021 uppgick till ca 11 %, kommer att minska framöver i takt med ökad försäljning och underliggande skalbarhet. Bolagets etablering av ett Configuration Center i Göteborg som ska anpassas och nyttjas i hela koncernen, vilken bl.a. kommer innebära kostnadsbesparingar, i kombination med sammanslagningen av Qlosr AB och RG19, vilken bl.a. medför lägre lokalkostnader, talar ytterligare för att andelen kommer minska framöver, enligt Analyst Group. Under år 2022 estimerar vi att övriga externa kostnader kommer uppgå till 10,5 %¹ av omsättningen¹ och 8,9 % under år 2024.

Bruttkostnaderna antas fortsätta utgöra största andelen av kostnadsbasen.

Brutto- och rörelsekostnader år 2020 till 2024E



¹ Justerad för följande engångskostnader år 2022:

- Bruttkostnader: -11,3 MSEK
- Övriga externa kostnader: -2,6 MSEK
- Personalkostnader: -2,9 MSEK

Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

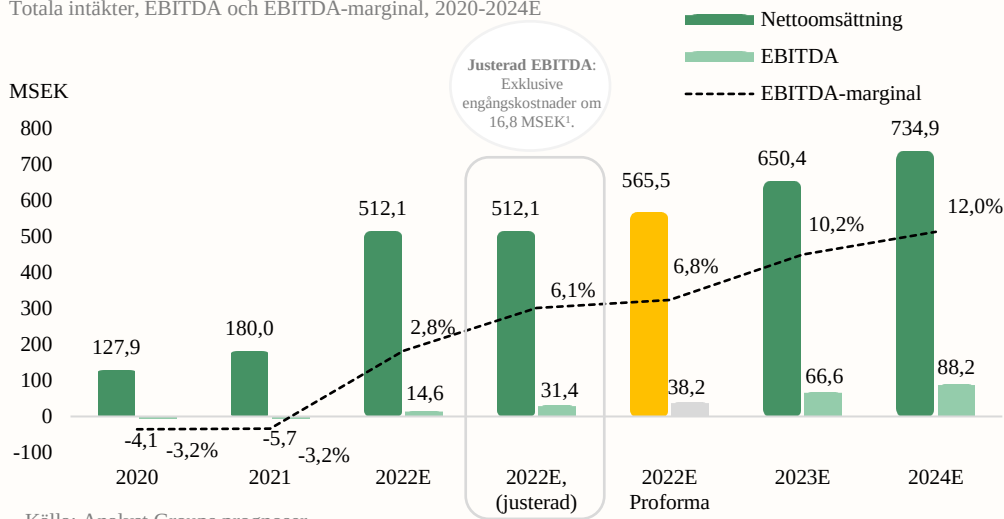
FINANSIELL PROGNOSE

Marginalexpansion i korten

För kunna *onboarda* nya och större kunder har Qlosr genomfört större investeringar i såväl plattformen som i kapacitet de senaste tre åren. Detta, i kombination med att en större del av försäljningen estimeras ske på prenumeration, väntas enligt Analyst Group ligga till grund för en marginalexpansion under prognosperioden. Då Qlosr snarare fokuserar på att leverera en helhetslösning som ger mervärde till kund än separata IT-tjänster, kan Qlosr ta högre priser, vilket således mynnar ut i högre marginaler. Förväntade kostnadssynergier genom förvärven, i termer av ökade inköpsvolymen till bättre villkor och allmänna operationella effektiviseringar, bärar således för en marginalstärkning under prognosperioden. En tydlig operationell effektivisering som Qlosr har verkställt under Q3-22 var sammanslagningen av dotterbolagen Qlosr AB och RG19, vilka flyttade ihop i gemensamma lokaler, vilket av Bolaget väntas medföra en förbättrad EBITDA om 3 MSEK i Q4-22 och 12 MSEK för år 2023, därefter årligen återkommande. Vi har dock valt att revidera ned estimerad EBITDA-marginal, på justerad basis¹, för helåret 2022 till 6,1 % från tidigare 7,1 % givet utfallet under Q3-22, vilken uppvisade en, lönsamhetsmässigt, högre säsongvariation än estimerat. Däremot har vi gjort en marginell upprevidering avseende EBITDA-marginalen för åren 2023-2024 med bakgrund till förvärven av Attaxera och Kontorsutrustning i Kristinehamn, vilka bidrar till Bolagets lönsamhet. Under år 2022 estimeras det justerade EBITDA-resultatet¹ till 31,4 MSEK, för att år 2023 uppgå till 66,6 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 10,2 %.

Skalbarheten i affärsmodellen talar för stärkta marginaler framgent.

Totala intäkter, EBITDA och EBITDA-marginal, 2020-2024E



Källa: Analyst Groups prognoser

Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2022E, Proforma	2023E	2024E
Nettoomsättning	113,0	143,3	491,6	542,9	617,9	690,8
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,17	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	14,9	34,48	20,5	22,6	32,5	44,1
Total nettoomsättning	127,9	180,0	512,1	565,5	650,4	734,9
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-303,3	-333,1	-361,3	-400,9
Bruttoresultat	52,4	84,9	208,8	232,4	289,1	334,0
Bruttomarginal	41,0%	47,2% ¹	40,8%	41,1%	44,4%	45,4%
Justerad bruttomarginal			43,0% ²	43,1% ²		
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-56,4	-57,5	-60,5	-65,7
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-137,4	-153,0	-161,0	-179,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-1,0	-1,1
EBITDA	-4,1	-5,7	14,6	21,4	66,6	88,2
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	2,8%	3,8%	10,2%	12,0%
Justerat EBITDA-resultat	-4,1	5,3¹	31,4²	38,2²	66,6	88,2
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% ¹	6,1% ²	6,8% ²	10,2%	12,0%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-10,4	-65,4	-73,2	-73,2	-73,2
EBIT	-4,6	-16,1	-50,8	-51,8	-6,7	14,9
EBIT-marginal	-3,6%	-8,9%	-9,9%	-9,2%	-1,0%	2,0%

¹ Justerad för den omställningskostnaden om 31,7 MSEK samt 11 MSEK relaterat till det omvända förvärvet som belastades kostnadsbasen, tillika resultatet, under H2-21.

² Engångskostnader år 2022:
 ■ Bruttokostnader: -11,3 MSEK
 ■ Övriga externa kostnader: -2,6 MSEK
 ■ Personalkostnader: -2,9 MSEK

VÄRDERING

För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen. Även om produkt och marknad skiljer sig något, finns likheter mellan företagen och Qlosr avseende produkt erbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktsmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur.



Tieto Evry är ett ledande nordiskt IT-bolag, som skräddarsyr molnbaserade lösningar för organisationer inom branscher som t.ex. utbildning, välfärd, offentlig förvaltning och tillverkning. Bolaget hjälper kunder på global nivå att hantera, integrera och leda dess organisations IT-miljöer, genom att tillhandahålla digitala arbetsplatsjänster. Koncernens affärsmodell består av kontinuerliga serviceintäkter, mjukvarulösningar, projekt och konsulttjänster.

Peers i siffror (LTM)

5,5 %

Omsättningstillväxt

15,4 %

EBITDA-marginal



B3 Consulting Group är ett svenskt konsultbolag inom IT och management, som hjälper företag och organisationer med digitala lösningar, affärsstrategi, organisationsförändringar samt IT-processer. Koncernens affärsmodell består av konsultintäkter fördelat på tre olika affärsområden, Digital Innovation, Digital Management och Cloud & Technology.

24,7 %

Omsättningstillväxt

13,3 %

EBITDA-marginal



CAG Group är en managementkoncern inriktade mot IT-branschen, som erbjuder specialist- och verksamhetskonsulting med fokus på IT-management, systemutveckling, drift och förvaltning samt utbildning. Kunderna är verksamma inom olika branscher såsom banksektorn, hälsa, vård och försvar. Affärsmodellen består av organisk- såväl som förvärvsdriven tillväxt, intäkterna är hänförliga främst från konsultintäkter men också i form av återkommande intäkter.

22,5 %

Omsättningstillväxt

10,5 %

EBITDA-marginal



CGI är ett av världens största IT- och affärstjänsteföretag med över 90 000 medarbetare. CGI verkar inom 21 branscher, med global närvaro, där bolaget levererar kompletta, skalbara och hållbara IT- och affärstjänster som utformas globalt och levereras lokalt. Tjänsterbjudandet sträcker sig konsult- och infrastrukturtjänster till systemintegration, affärsutveckling samt IT-drifthantering.

6,1 %

Omsättningstillväxt

19,6 %

EBITDA-marginal



Columbus är ett danskt IT-bolag, som erbjuder konsultation och lösningar inom digital transformation, molnbaserade lösningar, analysprogram samt diverse IoT-lösningar. Bolaget levererar branschspecifika lösningar baserat på Microsoft Dynamics företagsplattform till kunder på en global nivå inom huvudsakligen detalj-, livsmedels- samt tillverkningsindustrin. Affärsmodellen består av främst servicetjänster men också intäkter i form av återkommande karaktär.

0,3 %

Omsättningstillväxt

6,2 %

EBITDA-marginal



Atea är ett norskt IT-bolag inriktade mot utveckling av molnbaserade IT-lösningar. Olika lösningar innefattar infrastruktur, datahantering, säkerhets- och backuplösning, portal- och dokumentlösningar samt drift. Vidare tillhandahåller Atea egenproducerad programvara, rådgivning och tillhörande support. Bolagets tjänster används huvudsakligen av företagskunder inom olika sektorer, med störst närvaro i Norden och Baltikum, där Sverige utgjorde 42 % av Ateas intäkter under år 2021. Mjukvaruförsäljningen utgjorde ca 32 % av Ateas totala intäkter under år 2021.

8,4 %

Omsättningstillväxt

4,0 %

EBITDA-marginal

För att ge perspektiv på hur Qlosr står sig mot ovannämnda jämförelsebolag, redogörs samtliga bolagens tillväxt, lönsamhet, skuldsättningsgrad, kapitalbindning och multiplar i tabellen nedan.

12R	Qlosr	TietoEvry	B3 Consulting	CAG Group	Atea	CGI	Columbus	Genomsnitt, peers
Omsättningstillväxt Y-Y	n.a.	5,5%	24,7%	22,5%	8,4%	6,1%	0,3%	11,3%
Bruttomarginal	40,53%	82,5%	74,5%	66,3%	19,6%	21,9%	81,2%	57,7%
EBITDA-marginal	3,2%	15,4%	13,3%	10,5%	4,0%	19,6%	6,2%	11,5%
Soliditet	22,0%	49,0%	41,0%	45,0%	25,0%	48,0%	59,0%	44,5%
Nettoskuld/EBITDA	2,3 ¹	1,6	0,2	0,3	0,4	0,9	2,0	0,9
Skuldsättningsgrad	3,5	1,0	1,4	1,2	3,0	1,1	0,7	1,4
Omsättningshastighet	0,9	0,9	1,8	1,3	2,9	0,8	1,3	1,5
EV/EBITDA	12,1 ¹	8,9	9,6	8,0	8,0	11,7	11,5	9,6
EV/S	0,8	1,4	1,3	0,8	0,3	2,3	0,7	1,1
P/S	0,7	1,1	1,3	0,8	0,3	2,1	0,6	1,0
Marknadsvärde MSEK	299	33 586	1 360	602	13 419	188 466	1 298	39 789

¹ Justerad EBITDA.

VÄRDERING

Gemensamt för merparten av jämförelsebolagen är att de är lönsamma och har varit det i flera år. Qlosr är uppvisar lönsamhet på EBITDA-nivå¹ för rullande tolv månader, och givet genomförda rörelseförvärv under åren 2021-2022, i kombination med den underliggande lönsamhet som Qlosr har, estimerar Analyst Group en starkare lönsamhet framgent på EBITDA-nivå, varför värderingen kommer att härledas utifrån en EV/EBITDA-multipel.

Qlosr är, ställt mot genomsnittet, ett mindre bolag med en relativt sämre finansiell ställning varför en värderingsrabatt är motiverad, samtidigt som Analyst Group estimerar att Qlosr kommer att väsentligt förbättra nyckeltalen kopplat till balansräkningen framgent. Genom att genomförda förvärv bidrar ytterligare till resultaträkningen och att Qlosr i större utsträckning kan nyttja den operationella hävstången som affärsmodellen medför, vilket estimeras medföra starkare kassaflöden i rörelsen, förväntas Bolaget kunna minska skuldsättningen organiskt framgent. Under år 2022 (YTD) har Qlosr genererat fria kassaflöden om totalt 26,5 MSEK, där Qlosr även tagit större kassaflödespåverkande engångskostnader.

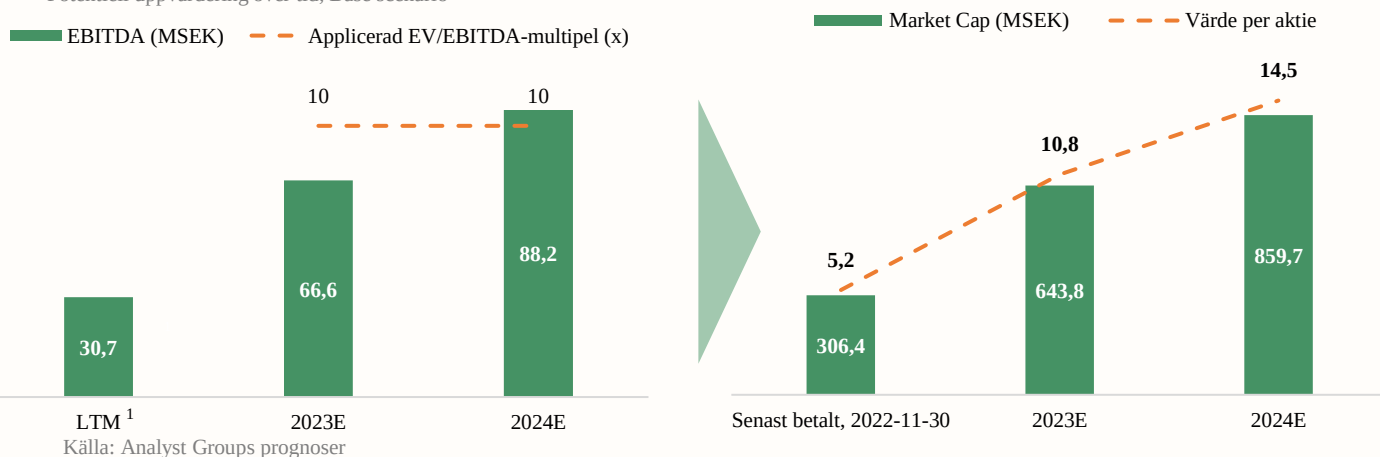
Vidare estimeras Qlosr uppvisa en starkare tillväxt i såväl omsättningen som EBITDA-resultatet än peer-gruppen under prognosperioden². På marginalnivå har Qlosr både en lägre brutto- och EBITDA-marginal än peers, men marginalerna väntas samtidigt stärkas framgent, där EBITDA-marginalen förväntas vara mer eller mindre i linje med genomsnittet för peers år 2024 i takt med att Bolaget fortsätter att exekvera på uttalad strategi att accelerera försäljningen av paketerade tjänster med prenumeration. Ökade prenumerationsintäkter mynnar ut i en ökad andel återkommande intäkter och under LTM uppgick de återkommande intäkterna till ca 48 % av de totala intäkterna, där Qlosr har som målsättning att uppnå 60 % till år 2024. Att ungefär hälften av Qlosrs intäkter är av återkommande karaktär skapar förutsägbara intäktsströmmar, tillika kassaflöden, således något som särskiljer Qlosr från de större IT-leverantörerna såsom TietoEvery, CGI och Columbus, vilka har en betydligt lägre andel återkommande intäkter (< 25 %) och bedriver i högre utsträckning traditionell leverans av IT-lösning, vilket är förknippat med direktförsäljning.

Peer-gruppen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA-multipel om 7,9x på 2023 års estimat, samtidigt som Qlosr värderas till 5,5x givet Analyst Groups estimat för år 2023. Vi anser att Qlosr på rådande nivåer är lågt värderat och att Qlosr, givet dess unika positionering på IT-marknaden, högre förväntade tillväxt i såväl omsättningen som EBITDA-resultatet, en EBITDA-marginal mer eller mindre i linje med peers samt att balansräkningen estimeras stärkas framgent, snarare bör handlas till en premie i relation till peer-gruppen. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 10x på 2023 års estimerade EBITDA-resultat om 67 MSEK härleds ett potentiellt bolagsvärde om 665,7 MSEK och efter avdrag av 2023 års estimerade nettoskuld motiveras en aktiekurs om 10,8 kr i ett Base scenario. Givet att Qlosr fortsatt värderas till EV/EBITDA 10x under resterande del av vår prognosperiod, skulle det, utifrån estimat i vårt Base scenario, innebära en illustrativ utveckling av bolagsvärdet enligt nedan graf.

10,8 KR
PER AKTIE PÅ
2023 ÅRS
PROGNOS (BASE)

Givet en konstant EV/EBITDA-multipel om 10x, kan följande värderingsnivåer⁴ av Qlosr illustreras, givet att prognoserna faller ut.

Potentiell uppvärdering över tid, Base scenario



¹ Justerad EBITDA, exkl. engångskostnader om totalt 42,7 MSEK i Q4-21 och 16,8 MSEK YTD.

² Prognoser återfinns i Appendix på sida 21.

³ Givet samma kapitalstruktur som antas gälla vid utgången av år 2023.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BULL & BEAR

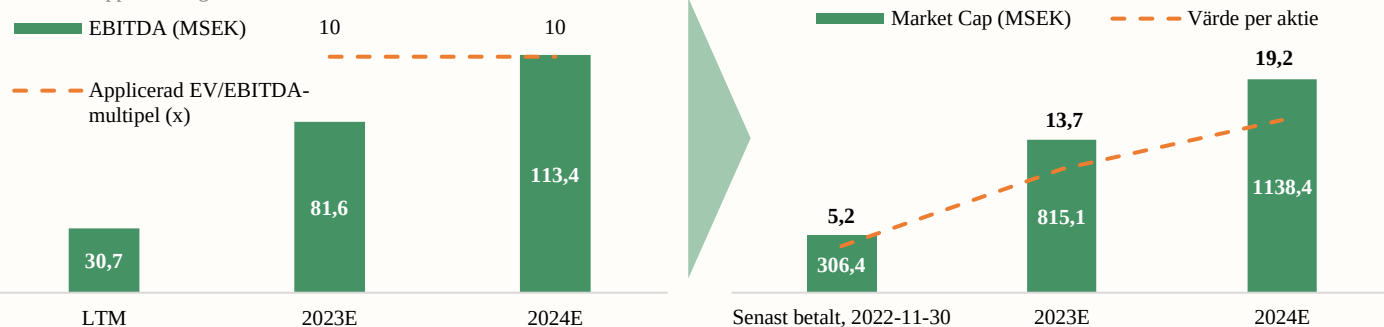
Bull scenario

Den starka trenden av paketerade tjänster antas fortgå, och accelereras ytterligare, vilket förväntas öka efterfrågan för Qlosrs helhetslösning inom IT-lösningar mer än vad som antas i ett Base scenario. I ett Bull scenario antar Analyst Group att Qlosr kan bredda produkt-erbjudandet i en högre takt samt knyta an fler större kunder inom sina tre målgrupper, i paritet med t.ex. SME-företag som Doktor 24 och privata skolkoncerner som Internationella Engelska Skolan, men även inom den offentliga sektorn, än i ett Base scenario, och därtill framgångsrikt koppla på nya tjänster på dessa kunder successivt. Qlosrs kunder estimeras därtill växa i en högre takt, drivet av ett ökat IT-behov inom skola, offentliga sektorn och SME-företag, vilket mynnar ut i högre organisk tillväxt då fler användare ansluts till Bolagets prenumerationstjänst. Som en effekt av högre tillströmning av nya större kunder och en mer effektiv merförsäljning till befintliga kunder, i kombination med att Qlosrs kunder väntas växa snabbare, estimeras de återkommande intäkter stiga i en snabbare takt, vilket stärker lönsamheten ytterligare under prognosperioden. I ett Bull scenario appliceras en målmultipl om EV/EBITDA 10,2x och givet 2023 års estimerade justerade EBITDA om 82 MSEK motiveras ett potentiellt värde per aktie om 13,7 kr.

13,7 KR
PER AKTIE PÅ
2023 ÅRS
PROGNOS
(BULL)

Givet en konstant EV/EBITDA-multipl om 19x, kan följande värderingsnivåer¹ av Qlosr illustreras, givet att prognoserna faller ut.

Potentiell uppvärdering över tid, Bull scenario



Källa: Analyst Groups prognoser

¹ Givet samma kapitalstruktur som antas gälla vid utgången av 2023.

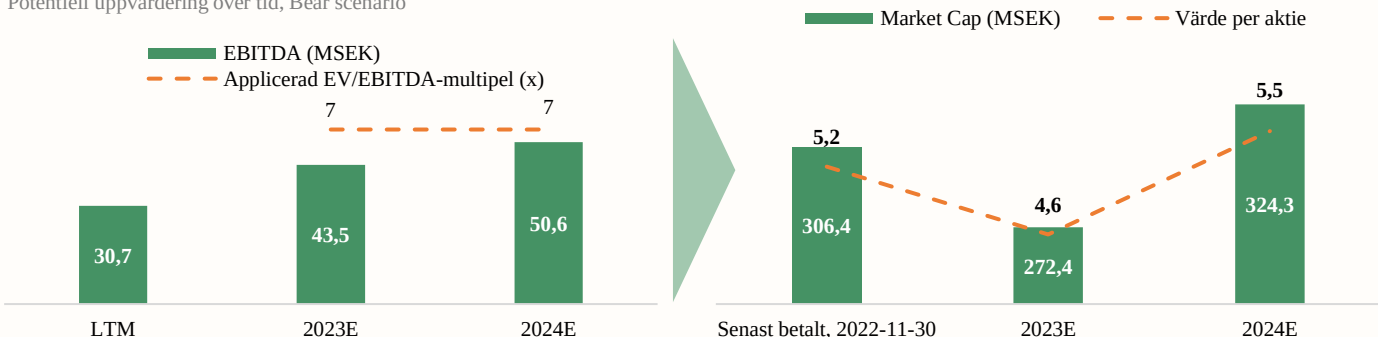
Bear scenario

I ett Bear scenario väntas Qlosr möta svårigheter att sälja sin prenumerationstjänst där den fragmenterade IT-marknaden, som leder till hög prispress, gör att andra aktörer som kan erbjuda lägre priser premieras. Fler aktörer väntas därtill börja erbjuda helhetslösningar på prenumeration mot b.l.a. SME-marknaden, likt Qlosr, vilket, i kombination med lägre andel återkommande intäkter och en högre andel direktförsäljning, innebär att Qlosr tappar marknadsandelar, med en lägre lönsamhet i rörelsen. Även om Bolaget historiskt har haft en låg churn kan det inte uteslutas i ett Bear scenario att Qlosr tappar kunder i en högre utsträckning framöver, där konkurrensen på marknaden kan bli mer påtaglig för Bolaget. Lägre omsättnings-tillväxt och lönsamhet än i Base scenario väntas bli en följd av detta och för 2023 estimeras ett EBITDA-resultat om 43 MSEK. I ett Bear scenario appliceras en målmultipl om EV/EBITDA 7,3x och givet 2023 års estimerade justerade EBITDA om 43,5 MSEK motiveras ett potentiellt värde per aktie om 4,6 kr.

4,6 KR
PER AKTIE PÅ
2023 ÅRS
PROGNOS
(BEAR)

Givet en konstant målmultipl enligt ovan nämnt, kan följande värderingsnivåer² av Qlosr illustreras, givet att prognoserna faller ut.

Potentiell uppvärdering över tid, Bear scenario



Källa: Analyst Groups prognoser

² Givet samma kapitalstruktur som antas gälla vid utgången av 2023.

LEDNING & STYRELSE



Jonas Norberg, CEO

Jonas Norberg har en lång erfarenhet från styrelseuppdrag, då han har medverkat i över tio företagsstyrelser. Jonas har bl.a. suttit i Canons svenska ledningsgrupp i sju år och haft styrelseuppdrag i egenägda bolag. För övrigt är Jonas diplomerad från Handelshögskolan Executive Education (IFL). *Jonas äger 4 667 460 A-aktier och 26 736 876 B-aktier indirekt genom Qlosr Holding AB, där Jonas Norberg äger 22,5 procent; samt 18 056 B-aktier indirekt genom ROIMAN NORDIC AB, där Jonas Norberg äger samtliga aktier.*



Urban Norberg, Group CFO

Urban är utbildad civilekonom i grunden och har lång erfarenhet av att vara CFO, med tidigare globala CFO-roller inom koncerner som Sandvik och Bombardier. Urban har även haft en Group CFO-roll för riskkapitalägda koncerner som t.ex. Scanacon. *Urban äger 26 500 B-aktier genom bolaget MMS Business Management samt köpoption om att förvärva 1 023 017 B-aktier.*



Johan Bjerhagen, Styrelseledamot & M&A Director

Johan Bjerhagen har en lång erfarenhet av försäljning på Canon svenska AB och har sedan 2008 varit entreprenör genom diverse egna bolag. Johan har i grunden en treårig gymnasial ekonomisk utbildning, ett år marknadsutbildning, ett år IT utbildning och diverse försäljningsutbildningar. *Johan äger 4 667 460 A-aktier och 26 736 876 B-aktier indirekt genom Qlosr Holding AB, där Johan Bjerhagen äger 22,7 procent; samt 293 056 B-aktier indirekt genom Bonhagen Holding AB där Johan Bjerhagen äger samtliga aktier.*



Joakim Ribb, Styrelseledamot & Group CTO

Joakim Ribb har en bakgrund inom outsourcingbranschen med ett förflutet som bl.a. COO & vice VD på Sigma IT Services, affärsområdeschef för hosting på EPiServer AB och som Technical Director på Nordlo SLS AB. Joakim innehar en Executive MBA från Henley Business School. *Joakim äger 4 667 460 A-aktier och 26 736 876 B-aktier indirekt genom Qlosr Holding AB, där Joakim Ribb äger 14,9 procent; samt 9 056 B-aktier indirekt genom Ribb Holding AB, där Joakim Ribb äger samtliga aktier.*



Martin Lundqvist, Group COO

Martin är utbildad systemvetare från Högskolan i Skövde och har haft ledningsgruppsroller på Visolit Sweden samt styrelseledamot i dess dotterbolag. Martin har även haft försäljningsroller inom IT-outsourcing på Tieto *Martin äger 50 000 B-aktier samt 4 000 000 personaloptioner i Qlosr Group.*

LEDNING & STYRELSE



Bengt Engström, Styrelseordförande

Bengt Engström har en lång erfarenhet av ledning och styrelsearbete. Nuvarande uppdrag består av bl.a. styrelseordförande i Nordic Flanges Group AB, Real Holding AB och BEngström förvaltning. Styrelseledamot i Bure AB, ScandiNova Systems AB, Scanfil Oy, KTH Executive School, Engström AB och CBF Holding Aps. *Bengt har 180 556 B-aktier indirekt genom BEngström Förvaltning AB, i vilket Bengt Engström äger 50 procent samt en köpoption med rätt att förvärva 50 000 B-aktier i Qlosr Group.*



Michael Englund, Styrelseledamot

Michael har mångårig erfarenhet från ledande befattningar i nationell och internationell miljö. Han har främst verkat inom bolag i tjänste- och servicesektorn, tillverkande bolag men också inom intresseorganisationer bl.a. som Generalsekreterare för Svenska Ishockeyförbundet. Michael har tidigare verkat i styrelserna för AB Sporrang, Selecta AB, 21st Century Mobile AB (publ.), Kungliga Hovleverantör Föreningen och Inköpsdesign URE AB. *Michael har en köpoption med rätt att förvärva 50 000 B-aktier i Qlosr.*



David Karlsson, Styrelseledamot

David Karlsson är medgrundare och Investment Director på Nicoya. Han har en bakgrund från Merrill Lynch, Lynx Capital och Carnegie Investment Bank i olika roller, senast på Carnegie var David Head of Equities. David har en utbildning från Zicklin School of Business Baruch College, New York. *David har en köpoption med rätt att förvärva 50 000 B-aktier i Qlosr.*

APPENDIX

Prognoser ¹	Qlosr	TietoEvry	B3 Consulting	CAG Group	Atea	CGI	Columbus	Genomsnitt, peers
CAGR 2022-2024	59,8%	2,8%	16,1%	13,4%	7,4%	4,8%	n.a.	8,9%
EBITDA-tillväxt 2022-2024 (årlig)	154,9%	6,5%	28,3%	17,2%	10,0%	4,8%	n.a.	13,4%
CAGR 2023-2024	19,8%	2,2%	12,4%	10,3%	10,7%	4,4%	n.a.	8,0%
EBITDA-tillväxt 2023-2024 (årlig)	67,7%	6,3%	9,0%	15,3%	9,9%	4,3%	n.a.	9,0%
EBITDA-marginal								
LTM	3,2%	15,4%	13,3%	10,5%	4,0%	19,6%	6,2%	11,5%
2021A	3,2%	15,1%	8,3%	11,2%	4,0%	19,9%	7,4%	11,0%
2022E	6,1%	15,8%	13,6%	11,3%	4,4%	20,0%	n.a.	13,0%
2023E	10,2%	16,6%	13,1%	11,7%	4,1%	20,2%	n.a.	13,1%
2024E	12,0%	16,9%	13,2%	12,4%	4,3%	20,0%	n.a.	13,4%

¹ Estimat är hämtat från Refinitiv Eikon.

Base scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2022E, Proforma	2023E	2024E
Nettoomsättning	113,0	143,3	491,6	542,9	617,9	690,8
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,17	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	14,9	34,48	20,5	22,6	32,5	44,1
Total nettoomsättning	127,9	180,0	512,1	565,5	650,4	734,9
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-303,3	-333,1	-361,3	-400,9
Bruttoresultat	52,4	84,9	208,8	232,4	289,1	334,0
Bruttomarginal	41,0%	47,2% ¹	40,8%	41,1%	44,4%	45,4%
Justerad bruttomarginal			43,0% ²	43,1% ²		
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-56,4	-57,5	-60,5	-65,7
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-137,4	-153,0	-161,0	-179,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-1,0	-1,1
EBITDA	-4,1	-5,7	14,6	21,4	66,6	88,2
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	2,8%	3,8%	10,2%	12,0%
Justerat EBITDA-resultat	-4,1	5,3¹	31,4²	38,2²	66,6	88,2
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% ¹	6,1% ²	6,8% ²	10,2%	12,0%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-10,4	-65,4	-73,2	-73,2	-73,2
EBIT	-4,6	-16,1	-50,8	-51,8	-6,7	14,9
EBIT-marginal	-3,6%	-8,9%	-9,9%	-9,2%	-1,0%	2,0%

¹ Justerad för den omställningskostnaden om 31,7 MSEK (bruttokostnader) samt 11 MSEK relaterat till det omvända förvärvet som belastades kostnadsbasen på rörelsenivå under Q4-21.

² Engångskostnader år 2022:

- Bruttokostnader: -11,3 MSEK
- Övriga externa kostnader: -2,6 MSEK
- Personalkostnader: -2,9 MSEK

APPENDIX

Bull scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2022E, Proforma	2023E	2024E
Nettoomsättning	113,0	143,3	503,6	558,1	657,3	767,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,17	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	14,9	34,48	21,0	23,3	34,6	49,0
Total nettoomsättning	127,9	180,0	524,6	581,4	691,9	816,4
Handelsvaror	-75,5	-95,1	-309,1	-340,7	-376,8	-434,9
Bruttoresultat	52,4	84,9	215,5	240,6	315,0	381,5
Bruttomarginal	41,0%	47,2% ¹	41,1%	41,4%	45,5%	46,7%
Justerad bruttomarginal			43,2% ²	43,3% ²		
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-58,2	-59,3	-64,0	-71,8
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-139,3	-155,4	-168,5	-195,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-1,0	-1,2
EBITDA	-4,1	-5,7	17,5	25,4	81,6	113,4
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	3,3%	4,4%	11,8%	13,9%
Justerat EBITDA-resultat	-4,1	5,3	34,3²	42,2²	81,6	113,4
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0%	6,5% ²	7,3% ²	11,8%	13,9%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-10,4	-65,4	-73,2	-73,2	-73,2
EBIT	-4,6	-16,1	-47,9	-47,9	8,3	40,2
EBIT-marginal	-3,6%	-8,9%	-9,1%	-8,2%	1,2%	4,9%

Bear scenario (MSEK)	2020	2021	2022E	2022E, Proforma	2023E	2024E
Nettoomsättning	113,0	143,3	482,0	529,1	581,2	621,1
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,17	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	14,9	34,48	20,1	22,0	30,6	39,6
Total nettoomsättning	127,9	180,0	502,1	551,1	611,8	660,7
Handelsvaror	-75,5	-95,1	-299,5	-327,0	-347,4	-373,9
Bruttoresultat	52,4	84,9	202,6	224,1	264,4	286,8
Bruttomarginal	41,0%	47,2% ¹	40,3%	40,7%	43,2%	43,4%
Justerad bruttomarginal			42,6% ²	42,7% ²		
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-55,5	-56,5	-59,8	-63,6
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-136,2	-151,2	-160,0	-171,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-0,5	-0,5	-1,1	-1,2
EBITDA	-4,1	-5,7	10,4	15,9	43,5	50,6
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	2,1%	2,9%	7,1%	7,7%
Justerat EBITDA-resultat	-4,1	5,3¹	27,2²	32,7²	43,5	50,6
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% ¹	5,4% ²	5,9% ²	7,1%	7,7%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-10,4	-65,4	-73,2	-73,2	-73,2
EBIT	-4,6	-16,1	-55,0	-57,4	-29,8	-22,6
EBIT-marginal	-3,6%	-8,9%	-10,9%	-10,4%	-4,9%	-3,4%

¹ Justerat för den omställningskostnaden om 31,7 MSEK (bruttokostnader) samt 11 MSEK relaterat till det omvända förvärvet som belastades kostnadsbasen på rörelsenivå under Q4-21.

² Engångskostnader år 2022:

- Bruttokostnader: -11,3 MSEK
- Övriga externa kostnader: -2,6 MSEK
- Personalkostnader: -2,9 MSEK

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

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

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://www.analystgroup.se/interna-regler-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 **Qlosr Group AB (publ)** (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.

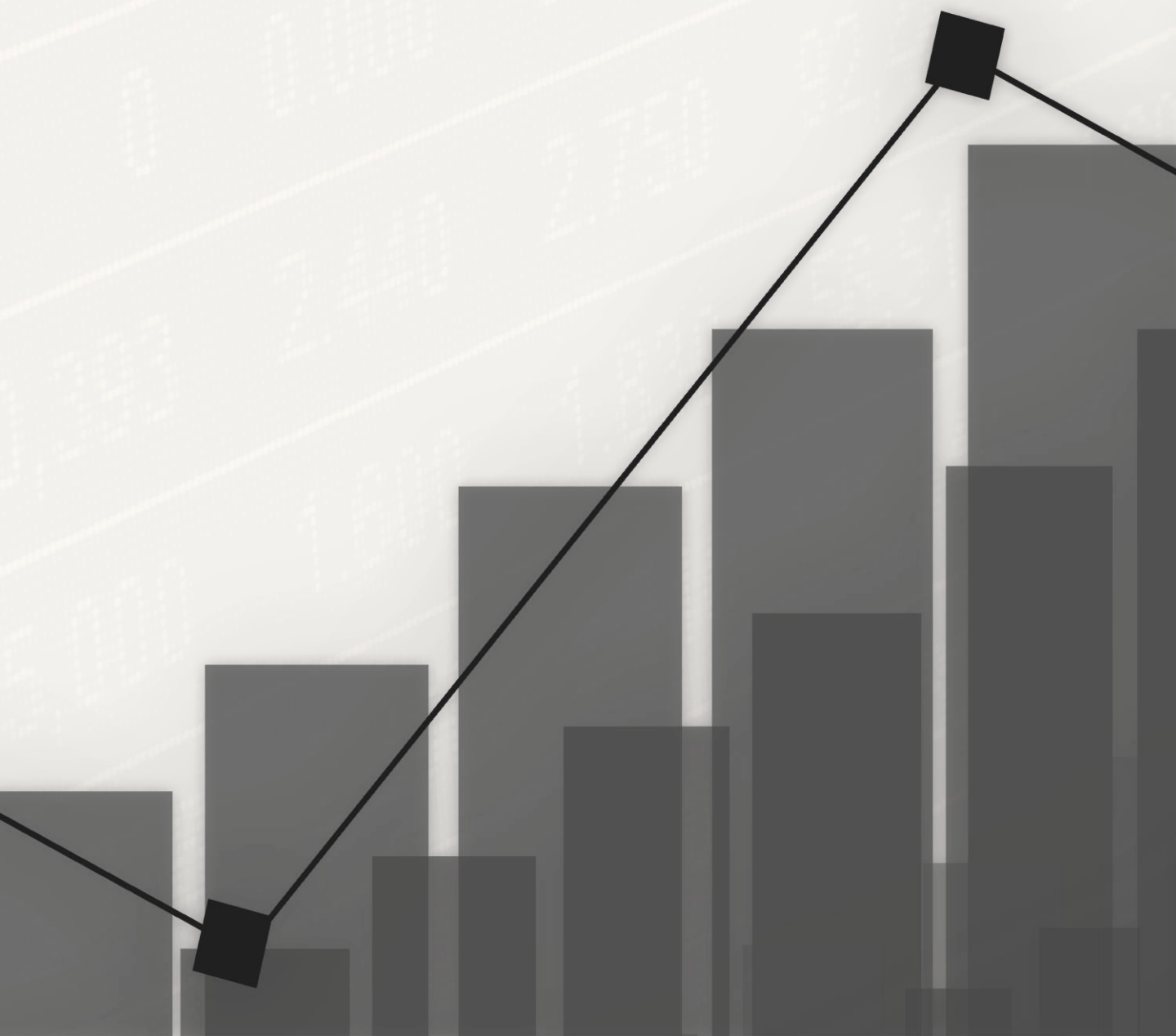
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm