

## Vunna affärer bäddar för fortsatt stark tillväxt

Nettoomsättningen översteg en halv miljard under år 2022 och den justerade EBITDA-marginalen kom in i det övre kommunicerade intervallet. Således levererade Qlosr på Bolagets utstakade mål för år 2022, vilket ingjuter förtroende för att Qlosr även kommer att nå uppsatta mål för år 2024. Trenden för paketerade tjänster är fortsatt stark och genom ökad korsförsäljning, utvinning av kostnadssynergier från tidigare förvärv 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 57,3 MSEK, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 8,6 kr i ett Base scenario.

#### ▪ Top line kom in något lägre än estimerat under Q1

Under Q1-23 uppgick nettoomsättningen till 144,4 MSEK (120,9), motsvarande en total tillväxt om 19,4 % och en organisk tillväxt om 5,3 %. Utfallet var något lägre än estimerat (-5,7 %), och den uppvisade organiska tillväxten under kvartalet innebär även en sekventiell minskning sedan Q1-22. Andra mindre noterade IT-aktörer/konsulter har under Q1-23 vittnat om en tuffare marknad kännetecknat av en ökad konkurrens, större osäkerhet givet den ekonomiska utveckling samt längre säljcykler, vilket Analyst Group bedömer kan ha bidragit till Bolagets lägre uppvisade tillväxt än estimerat. Parallellt har Qlosr uppvisat en stark utveckling i avtalsvärdet, vilken under Q1-23 visade en tillväxt om 7 % Q-Q och uppgick till 380 MSEK, vilket medför goda förutsättningar för Bolaget att förbättra den organiska tillväxten under resterande delar av år 2023, varför vi behåller våra omsättningsestimater under prognosperioden.

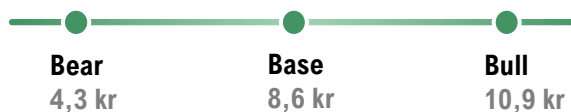
#### ▪ Implementationskostnader belastade EBITDA-resultatet

Det första kvartalet är rent säsongsmässigt ett svagare kvartal för Qlosr vilket, i kombination med ökade kostnader relaterat till implementeringen av tidigare vunna prenumerationsavtal, ökad hårdvaruförsäljning och lägre konsultfakturering, belastade EBITDA-resultatet under Q1-23. Det uppvisade EBITDA-resultatet om 8,5 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 5,9 %, var därmed lägre än estimerat (12,6) och givet att fortsatta höga implementationskostnader väntas upptas även under Q2-23 samt att bruttomarginalen estimeras pressas något av vunna volymaffärer inom Public-segmentet, har vi valt att sänka våra EBITDA-estimater under i synnerhet år 2023, vilket medför en lägre EBITDA-marginal givet upprepade omsättningsprognoser.

#### ▪ Reviderat värderingsintervall

Då vi härleder värderingen av Qlosr utifrån estimerat EBITDA-resultat för år 2023 medför sänkningen i EBITDA-resultatet ett reviderat värderingsintervall i samtliga scenarion. Vår vy på Bolagets underliggande lönsamhet har dock inte förändrats, då vi ser goda möjligheter för Qlosr att successivt transformera vunna direktaffärer till prenumerationsavtal givet Bolagets starka *track record*, däremot bedömer vi att lönsamheten kan hållas tillbaka något kortsiktigt givet ökad hårdvaruförsäljning, uppstartskostnader relaterat till prenumerationsaffärer och mindre konsultintäkter.

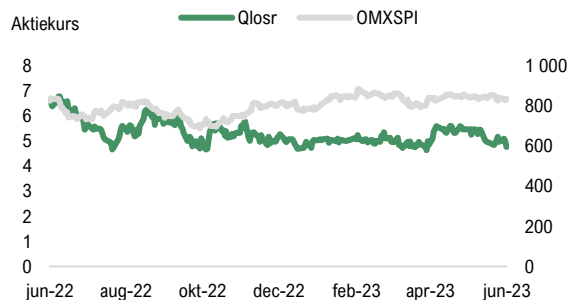
#### VÄRDERINGSINTERVALL



#### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-06-01)	4,77
Antal Aktier (st.)	57 864 090
Market Cap (MSEK)	276,0
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	120,7
Enterprise Value (MSEK)	396,7
Lista	First North Stockholm
Kvartalsrapport 2 2023	2023-08-25

#### KURSENTVECKLING



#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Qlosr Holding AB <sup>1</sup>	54,3 %
Lodet AB	5,9 %
Nordnet Pensionförsäkring	4,1 %
Andreas Hofman	3,5 %
Avanza Pension	2,3 %

Prognoser (MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025
<b>Nettoomsättning</b>	<b>180,0</b>	<b>515,6</b>	<b>651,6</b>	<b>736,3</b>	<b>810,0</b>
Omsättningstillväxt	40,7%	186,5%	15,0% <sup>2</sup>	13,0%	10,0%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>288,3</b>	<b>335,8</b>	<b>372,6</b>
Bruttomarginal	47,2%	41,8%	44,3%	45,6%	46,0%
<b>EBITDA</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>57,3</b>	<b>78,4</b>	<b>93,1</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	4,2%	8,8%	10,7%	11,5%
P/S	1,5	0,5	0,4	0,4	0,3
EV/S	2,2	0,8	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	-69,8	10,8	6,9	5,1	4,3

<sup>1</sup> Mer detaljer avseende ägarna ges under ledning och styrelseavsnittet.

<sup>2</sup> Utgår från estimerad proforma 2022.

## Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q1	3-5
Investeringsidé	6
Bolagsbeskrivning	7-8
Marknadsanalys	9-10
Finansiell Prognos	11-14
Värdering	15-18
Bull & Bear	19
VD-Intervju, Jonas Norberg	20-21
Ledning & Styrelse	22-23
Appendix	24
Disclaimer	25

### OM BOLAGET

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 skolektorn med fokus på större nationella skolkoncerner. Qlosr noterades på Nordic SME under Q2-21 genom ett omvänt förvärv.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Jonas Norberg

Styrelseordförande Bengt Engström

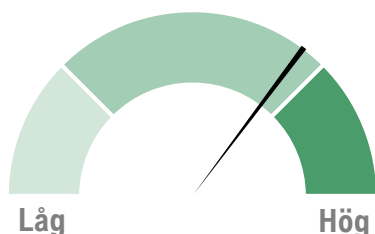
### ANALYTIKER

Namn Christoffer Jennel

Telefon +46 731 58 95 55

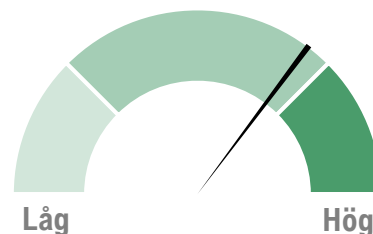
E-mail christoffer.jennel@analystgroup.se

### Värde drivare



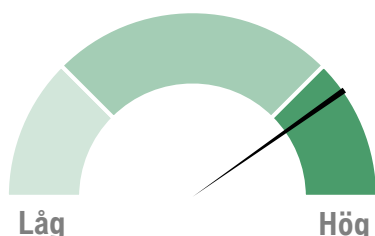
Qlosr har sedan år 2017 stuvat om sin affärsmodell och fokuserat på att skapa en prenumerationstjänst för öka andelen återkommande intäkter som är av högre lönsamhet. Genom att erbjuda en *One-Stop-Shop* inom IT-relaterade tjänster kan Qlosr tillföra funktionalitet som mindre leverantörer har svårt för 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 prenumeration-intäkterna ytterligare, vilket skulle stärka lönsamheten.

### Lönsamhet



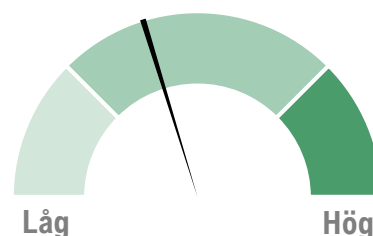
Qlosr har historisk uppvisat lönsamhet på sista raden, men där större investeringar i Bolagets plattform och kapacitet för att kunna *onboarda* fler och större kunder belastade resultatet under år 2020, varpå Qlosr redovisade förlust. Lönsamheten har därefter återigen återgått till positivt territorium och Bolaget uppvisade en justerad EBITDA-marginal om 7,1% år 2022. Med större investeringar gjorda och ökat fokus på prenumerationens modellen 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



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.

### Risk



Den finansiella risken bedöms vara relativt låg då Bolaget uppvisar lönsamhet på rörelsenivå och starka fria kassaflöden. Kassan uppgick vid utgången av Q1-23 till 35,2 MSEK och i takt med att Qlosr fortsätter att exekvera på omställningen till en prenumerationens modell 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.

144,4 MSEK  
NETTOOMSÄTTNING  
Q1-23

4,1 %  
ORGANISK TILLVÄXT  
I PRENUMERATIONS-  
AFFÄREN

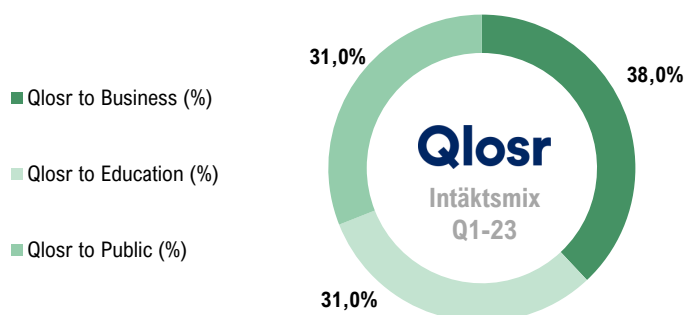
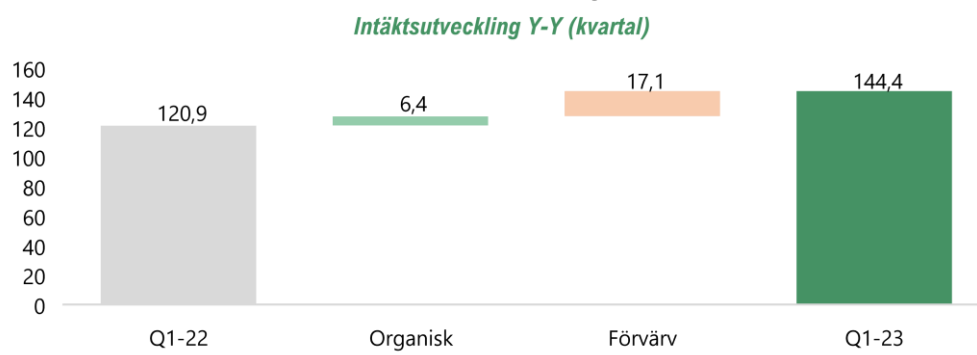
### Vunna affärer lägger grunden för stark utveckling i omsättningen framöver

Under det första kvartalet 2023 redovisade Qlosr en nettoomsättning om 144,4 MSEK (120,9), motsvarande en total tillväxt om 19,4 % mot jämförbart kvartal föregående år, varav den organiska tillväxten utgjorde 5,3 %. Utfallet i nettoomsättningen var ca -5,7 % lägre än väntat (153,1), där i synnerhet utvecklingen i den organiska tillväxten var under vår förväntansbild. Andra mindre noterade IT-aktörer-/konsulter har vittnat om en något lägre efterfrågan på marknaden, en ökad osäkerhet givet den ekonomiska utveckling, längre säljcykler och ökad konkurrens om uppdrag, vilket Analyst Group bedömer kan ha varit bidragande till den lägre organiska tillväxten som Qlosr uppvisade under kvartalet än estimerat. Parallellt har Qlosr sedan december 2022 ingått flertalet större kundavtal till ett affärsvärde om 288 MSEK, varav 120 MSEK bedöms av Bolaget kunna intäktas under år 2023, och vid utgången av Q1-23 uppgick det totala avtalsvärdet till 380 MSEK, motsvarande en ökning om 7 % Q-Q. Ökningen i avtalsvärdet är en positiv datapunkt från Q1-rapporten givet att Bolaget har guidat om en tillväxt i avtalsvärdet om minst 10 % på årsbasis, varför det starka utfallet under det första kvartalet medför goda förutsättningar till en förbättrad organisk tillväxt under resterande kvartal år 2023 och framgent. Vidare guidade Qlosr i rapporten för att Bolaget förväntas nå en nettoomsättning om 650 MSEK under år 2023, vilket är mer eller mindre i linje med våra senaste estimat (651,6), vilket skulle motsvara ca 168,5 MSEK/kvartal i genomsnitt och speglar därmed en förväntan om att starkare kvartal står tillmötes, vilket även Analyst Group estimerar.

Prenumerationsintäkterna ökade organiskt med 4,1 % jämfört med Q1-22 och uppgick till 65,9 MSEK, vilket även var 5,7 % högre än under Q4-22. Andelen prenumerationsintäkter ökade likaså och uppgick till 45,6 % under Q1-23, upp från 42,9 % under Q4-22 men samtidigt lägre sett till Y-Y då motsvarande andel uppgick till 48 %, primärt förklarad av genomförda förvärv vilka initialt medför en större andel direktaffärer. Med bakgrund av de större vunna volymaffärerna under Q1-23 med Västra Götalandsregionen (62 MSEK) och Uddevalla kommun (100 MSEK) estimeras andelen prenumerationsintäkter hållas tillbaka något under år 2023 av den totala omsättningen givet att dessa affärer initialt består till ca 90 % av direktaffärer kopplade till hårdvara. Däremot är affärerna av strategisk vikt då de ger upphov till transformering och kan utvecklas till återkommande intäkter över tid, men på kort sikt bedömer Analyst Group att prenumerationsintäkterna kommer att utgöra en lägre andel av den totala nettoomsättningen givet de höga volymerna på dessa affärer samt den stora andelen direktaffärer.

**Qlosr fortsätter uppvisa sekventiell tillväxtökning, däremot har den organiska tillväxt minskat sekventiellt sedan Q1-22.**

Qlosrs intäktsmix, andel återkommande intäkter och intäktsutveckling Y-Y



Återkommande intäkter

Källa: Qlosr Group

42,2 %  
BRUTTO-  
MARGINAL

### Ökade direktaffärer och större implementationskostnader belastade bruttomarginalen

Under Q1-23 uppgick bruttomarginalen till 42,2 %, vilket var lägre än våra estimat om 44,5 % samt lägre sett till Q-Q (48 %) och Y-Y (43,7 %). Det första kvartalet är säsongsmässigt svagare rent försäljningsmässigt och som därmed påverkar *Economies of Scale*, vilket i kombination med en hög andel direktaffärer och ökad hårdvaruförsäljning samt större implementationskostnader i pågående projekt under kvartalet förklarar diskrepansen i bruttomarginalen i viss uträkning jämfört med tidigare nämnda kvartal. Analyst Group bedömer att de större vunna affärerna med b.la. Västra Götalandsregionen och Uddevalla kommun, vilka i stor utsträckning utgörs av hårdvara med en lägre underliggande bruttomarginal, kan komma att hämma bruttomarginalen kommande kvartal något, samtidigt som Bolagets inflationsjusterade prenumerationsavtal och de skalfördelar som Qlosrs centrala logistikcenter i Göteborg medför motverkar en större nedgång i bruttomarginalen. Vår vy på Bolagets underliggande lönsamhet har dock inte förändrats, då vi ser goda möjligheter för Qlosr att successivt transformera vunna direktaffärer till prenumerationsavtal givet Bolagets starka track record, även om vi bedömer att bruttomarginalen på kort sikt kan pressas.

### Säsongsvariation, svagare bruttomarginal och ökade personalkostnader medförde en lägre EBITDA-marginal än väntat

5,9 %  
EBITDA-  
MARGINAL

Som vi flaggade för i anslutning till Q4-rapporten 2022 estimerades EBITDA-marginalen understiga vad Bolaget uppvisade under Q4-22 (12,2 %) givet säsongsvariationen samt de ökade kostnaderna som implementeringen av de nyligen vunna prenumerationsaffärerna gav upphov till. Utfallet om 5,9 %, motsvarande ett EBITDA-resultat om 8,5 MSEK, var däremot lägre än estimerat (12,6 MSEK och 8,2 %), och är en effekt av en lägre uppvisad nettoomsättning och bruttomarginal än väntat. Rörelsekostnaderna (SG&A) uppgick till 52,4 MSEK under Q1-23, vilket motsvarar en andel av nettoomsättningen om 36,3 %, en marginell ökning Q-Q (35,8 %), primärt förklarad av en lägre nettoomsättning Q-Q då rörelsekostnader under kvartalet annars var i linje med föregående kvartal. Vi noterar även att personalkostnaderna har ökat "på bekostnad" av övriga externa kostnader, drivet av att konsulter har övergått till en fast anställning, vilket vi kommer att justera för i en kommande analysuppdatering. Analyst Group estimerar att EBITDA-marginalen kommer att återhämtas under resterande kvartal under år 2023, däremot guidade Bolaget att de höga implementationskostnaderna även kommer att fortgå under det andra kvartalet, varför Analyst Group bedömer att medan EBITDA-marginalen å ena sidan förväntas bli högre än under Q1-23, estimeras nu å andra sidan en lägre EBITDA-marginal under Q2-23 än tidigare. Vidare bedöms vunna volymaffärer få en negativ effekt på EBITDA-marginalen som sådan givet en mer pressad bruttomarginal, å andra sidan stärka EBITDA-resultatet genom ökad försäljning.

### Större hårdvaruinköp och tilläggsköpeskillingar medförde en minskad kassa

ÖKAD NETTO-  
SKULDSÄTTNING  
UNDER  
KVARTALET

Vid utgången av Q1-23 uppgick kassan till 35,2 MSEK, motsvarande en minskning om -11,5 MSEK, primärt härlett av ökade hårdvaruinköp för leverans av pågående direktaffärer samt tilläggsköpeskillingar till Qlosr SBL och RG19 om -10,7 MSEK. Det fria kassaflödet uppgick till -9,9 MSEK, vilket står i kontrast till år 2022 då Qlosr genererade ca 12,3 MSEK/kvartal i genomsnitt i fritt kassaflöde, men som under Q1-23 påverkades av ett högre rörelsekapital. Vidare ökade de räntebärande skulderna med 7,4 MSEK, vilket tillsammans med en minskad kassa, har ökat nettoskulden under kvartalet, vilket Analyst Group ser som en negativ datapunkt från Q1-rapporten, då vi vill se en minskad skuldsättning över tid, dels givet den stigande räntemiljön, dels för att möjliggöra för Bolaget bättre förutsättningar att minska skuldfinansieringen vid potentiella framtida förvärv. Då fler tilläggsköpeskillingar är att vänta även framöver, ställer det krav på att Qlosr fortsätter att leverera god kassaflödesgenerering kommande kvartal, likt såsom Bolaget gjorde under år 2022, för att inte kassan ska belastas även framgent. Analyst Group är dock medvetna om att kvartalet präglades av stora hårdvaruinköp och av större implementeringskostnader relaterat till vunna prenumerationsavtal och bedömer att Qlosr kan återuppta den goda trenden i det fria kassaflöde som Bolaget uppvisade under år 2022 under kommande kvartal.

## Prognosförändringar

MSEK	Nya estimat			Tidigare estimat			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	651,6	736,3	810,0	651,6	736,3	810,0	0%	0%	0%
Bruttoresultat	288,3	335,8	372,6	294,5	338,0	372,6	-2%	-1%	0%
Bruttomarginal	44,3%	45,6%	46,0%	45,2%	45,9%	46,0%	-2%	-1%	0%
EBITDA	57,3	78,4	93,1	66,5	88,4	98,8	-14%	-11%	-6%
EBITDA-marginal	8,8%	10,7%	11,5%	10,2%	12,0%	12,2%	-14%	-11%	-6%

## Överblick över Qlosr:s Q1-rapport

Viktiga nyckeltal från senaste rapporten.

Qlosr

Q1-23

in a nutshell

**-9,9 MSEK**

Fritt kassaflöde, Q1-23

**+5,3 %**

Organisk tillväxt Y-Y

**5,9 %**

EBITDA-marginal

**380 MSEK**

Avtalsvärde, Q1-23

**+7 %**

Tillväxt i avtalsvärde Q-Q

**35,2 MSEK**

Kassa, Q4-22

Källa: Qlosr

## UNIK POSITION PÅ IT- MARKNADEN

### 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, Visolite 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 prenumerationstjänst 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 Qlosr har en låg *churn* (~2,3 %) vilket påvisar affärsmodellens *stickiness*, och tillsammans med långa, ständigt uppdaterade, avtal genereras förutsägbara intäkter.

### Uttalad förvävsstrategi ska accelerera tillväxten – ”Tillväxt på tillväxt”

Qlosr har en uttalad förvävsstrategi, vilken grundar sig i att förvärva lågt värderade IT-bolag med nöjda kunder samt hög potential att transformera engångsintäkter till prenumerationstjänster, men kan även komma att göras för att nå nya marknader eller för att bredda tjänsteutbudet. 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 tekniskiftena, 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 651,6 MSEK med ett EBITDA-resultat 57,3 MSEK. Genom applicerad målmultiplikation om EV/EBITDA 10x, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 8,6 kr i ett Base scenario, vilket även stöds av upprättad DCF.

### Konjunktorkänslig och fragmenterad marknad kan hämma tillväxten

IT-marknaden är i regel konjunktorkänslig 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. Analysföretaget Radar sänkte tillväxtutsikterna på den svenska IT-marknaden under åren 2022-2023 till följd av Rysslands invasion av Ukraina, vilket kan bedöms kunna medföra en minskad efterfrågan på IT-tjänster framgent. IT-branschen är i hög grad konkurrenssatt 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.

## AXPLOCK AV QLOSRS KUNDER



STOCKHOLMS  
STADSMISSION



## FÖRVÄRV SKA ACCELERERA TILLVÄXTEN

651,6 MSEK  
I NETTO-  
OMSÄTTNING  
ESTIMERAS FÖR  
2023E

## FRAGMENTERAD MARKNAD UTGÖR EN RISK



PRODUKT-  
LÖSNINGAR:Workplace  
Services

Cloud Services

Identity Management  
ServicesCollaboration  
Services

Network Services



Print Management

Application  
OperationsLife Cycle  
Management

**Qlosr Group** är en svensk IT-leverantör som erbjuder molntjänster inom arbetsplats, nätverk och serverdrift till den privata skolektorn, 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.

1 Finansiella mål  
till år 2024Tillväxt: ~20%/år<sup>2</sup>

Omsättning: 1 mdSEK

Marginal: 10-12% (EBITA)

55 % bruttomarginal från  
prenumerations-affärenUtdelning: 30% av  
vinsten<sup>3</sup>

## 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 avtalsstiden, 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 år 2022 utgjorde återkommande intäkter ca 47 % av de totala intäkterna, där Qlosr har som mål att öka denna andel till 60 % till år 2024. Vidare har Qlosr som målsättning<sup>1</sup> att omsätta 1 mdSEK inom år 2024, vilket ske genom organisk såväl som förvärv tillväxt.

## Kostnadsdrivare

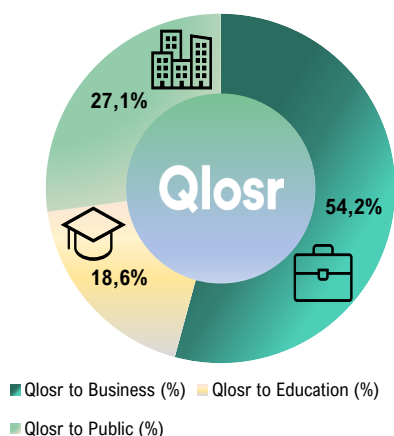
Qlosrs primära kostnadsdrivare är Bolagets bruttokostnader som dels inkluderar löpande direkta kostnader associerat till hård- och mjukvara, dels kostnader för support, övervakning av IT-system och on-offboarding av nya kunder, där sistnämnda kräver uppskalning av kapacitet och uppdatering av plattform. 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

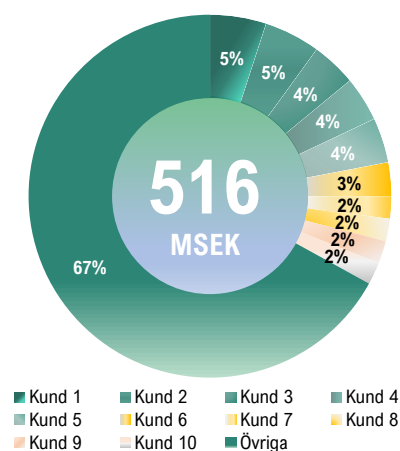
IT-marknaden är i hög grad fragmenterad vilket leder till prispress och låga marginaler som följd. Genom att paketera IT-tjänster till en helhetslösning, varvid kunder kan enkelt justera antalet tjänster utefter behov, erbjuder Qlosr en enkelhet, funktionalitet och flexibilitet som andra aktörer har 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.

<sup>2</sup> I genomsnitt över en konjunkturcykel, drivet dels organiskt, dels genom förvärv.  
<sup>3</sup> Utdelningen ska vid varje tillfälle vägas mot Bolagets affärsmöjligheter.

## Intäktsmix år 2022



## 2022 års omsättning fördelat på Qlosr kundbas



## Qlosrs lokala marknadsnärvaro



## Diversifierad kundbas och låg churn reducerar risken i affärsmodellen

Qlosr delar in bolagets målgrupper i lika många affärsområden, vilka är Qlosr to Business, Qlosr to Education och Qlosr to Public.

**Qlosr to Business** – Utgörs av små- och medelstora bolag vilka ej besitter egen IT-avdelning samt är i behov av IT-stöd.

**Qlosr to Education** – Består av större privata skolkoncernen utan egen IT-avdelning eller med behov av IT-stöd. Då volymen från varje kund inom detta affärsområde är hög (500-50 000 användare) möjliggörs god merförsäljning där varje adderad tjänst medför ytterligare intäkter.

**Qlosr to Public** - Affärsområdet adresserar offentlig sektor, vilka lyder under LOU (Lagen om offentlig upphandling), där ramavtal är vanligt förekommande. I regel är det relativt hög konkurrens om ramavtal med offentliga myndigheter, vilket leder till förhållandevis hög prispress, varför höga volymer önskas för att affärsområdet ska generera ytterligare lönsamhet. För att vara framgångsrik inom denna sektor är det av vikt att ha en nära relation med kunden innan, under och efter upphandlingen är genomförd.

Qlosr har organiskt och genom förvärv införskaffat en bred, tillika diversifierad, kundbas inom ovannämnda målgrupper, där ingen enskild kund utgör mer än 5 % av de totala intäkter år 2022. Bland topp tre största kunderna återfinns en kommun, en privatskola och en ideell förening, vilka totalt utgör ca 14 % av de totala intäkterna år 2022. För att etablera en god riskspridning inom den operativa verksamhet, ämnar Qlosr fortsätta arbetet med att växa med små till medelstora kunder, samtidigt som mixen av kunder från olika branscher skapar en ökad resistens mot svängningar inom IT-marknaden.

Att Qlosr tar ansvar för hela, eller delar av, målgruppernas IT-avdelning i kombination med att Bolaget levererar funktioner på prenumeration med lång löptid (36-60 månader i genomsnitt), skapar höga *switching costs* för kunden, eftersom byte av IT-leverantör är en såväl tidskrävande som kostsam process. Detta i kombination med Qlosrs affärsrättsliga fokus på att leverera mervärde och hög kundnöjdhet, genom att agera som en helhetsleverantör med en lokal närvaro, resulterar i en låg churn, vilken under år 2022 uppgick till endast 2,3 %.

## Närhet till kund är en viktig del i Qlosrs strategi

På den svenska marknaden är såväl tillit som förtroende viktigt i en affärsrelation, varför en central del i Qlosr affärsstrategi är att ha en lokal närvaro för att på så vis alltid kunna vara nära kunden och förstå dess behov. Sedan år 2021 har Qlosr gått från att vara etablerade på tre orter i Sverige till idag vara etablerade på totalt tolv orter i Sverige samt i Köpenhamn, vilket har skett genom dels förvärv, dels organiskt. Kärnan i Qlosrs tillväxtstrategi har varit och kommer även framgent att vara förvärv, där en viktig aspekt i de förvärvade bolagen är att de är lönsamma, har en lokal närvaro samt goda kundrelationer. Det sistnämnda är särskilt viktigt då Qlosr ämnar implementera Bolagets paketerade tjänster i förvärven, vilket förenklas om kundrelationen sedan tidigare har varit god.



## Ökad digitalisering och teknisk utveckling ställer krav på företagen att investera i IT

### 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 och effektivitet. Digitaliseringen möjliggör även bl.a. nya sätt att bearbeta och analysera data, ofta genom IT-driven automatisering och artificiell intelligens (AI). 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 tjänste-paketerade prenumerationsavtal och nära kundrelation, vari Bolaget tar ansvar för att helheten ska fungera, kan därför bespara organisationer både tid och resurser.

## Sverige är den största IT-marknaden i Norden – mjukvara utgör lejonparten av företagens IT-utgifter

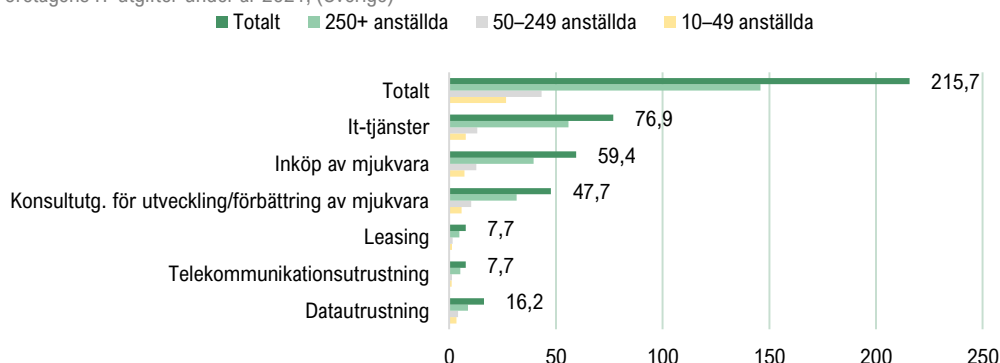
Sverige utgör ca 40 % av den nordiska IT-marknaden, följt av Danmark, Norge och Finland, i kronologisk ordning. Den nordiska IT-tjänstemarknaden estimeras av IDC (International Data Corporation) växa från 24,4 mdUSD under år 2018 till 29,5 mdUSD under år 2023, motsvarande en årlig tillväxttakt om 3,2 %. Den svenska IT-marknaden har historiskt vuxit med ca 3 % årligen, men under år 2023 estimeras tillväxten uppgå till ca 1,2 % enligt analyshuset Radar Group, där ett kärvare ekonomiskt klimat, den höga inflationen samt kriget i Europa påverkar negativt. På global nivå estimerar analyshuset Gartner att de IT-investeringarna kommer att öka med 2,4 % under år 2023, vilket är nedrevidering från tidigare prognos om 5,1 %, där analyshuset bedömer att medan inflationen slår hårt mot konsumentmarknaden och medför uppsägningar för B2C-bolag, så fortsätter företagen att öka investeringarna i den digitala verksamheten. Högst tillväxt estimeras komma från mjukvara, där Gartner estimerar en ökning om 9,3 %, samtidigt som IT-tjänster väntas växa med 5,5 %. Hårdvarusegmentet bedöms dock gå sämre under år 2023, där Gartner estimerar en negativ tillväxt om 5,5 %, förklarad av att anställda och konsumenter i stor utsträckning inhandlade ny hårdvara under pandemin som en följd av distansarbete och utbildning, varför efterfrågan väntas kylas av givet den globala ekonomiska nedgången.

### MJUKVARA UTGÖR HÄLFTEN AV IT-UTGIFTERNA

Enligt statistik från SCB uppgick till totala IT-utgifterna bland svenska företag till ca 215 mdSEK under år 2021 där mjukvara och konsultutgifter för utveckling eller förbättring av mjukvara utgjorde nära hälften av utgifterna (49,7 %), medan IT-tjänster utgjorde över en tredjedel (35,7 %), se nedan tabell.

#### Mjukvara är företagets största IT-relaterade utgifter

Företagens IT-utgifter under år 2021, (Sverige)



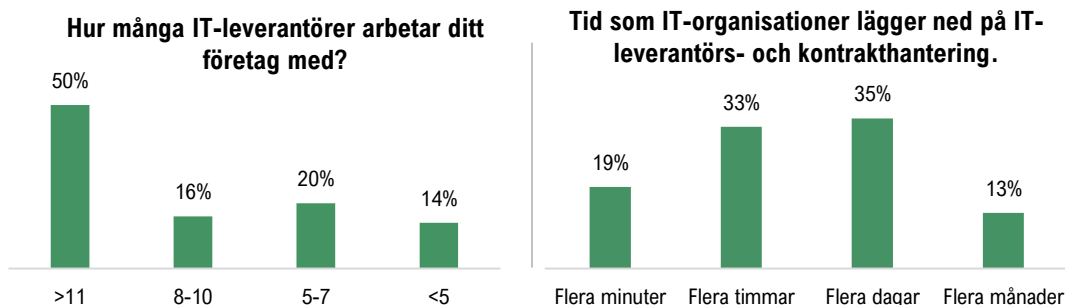
Källa: SCB, 2023

IT-outsourcing är har historisk utgjort nära hälften av den svenska IT-tjänstemarknaden, vilket indikerar att en betydande andel av företagen outsourcar sin IT. Skälen bakom varierar men överlag vill de organisationer som outsourcar fokusera på sin kärnverksamhet, stärka sin kvalitet, sänka riskerna med föråldrad teknologi eller kostnadseffektivisera sin IT genom att köpa kompetens eller komponenter från en extern part, vilket gynnar Qlosrs erbjudande.

## FRAGMENTERAD MARKNAD

### Fragmenterad marknad medför hög konkurrens men öppnar även upp för förvärv och konsolidering

IT-marknaden består idag av ett stort antal implementationskonsulter och driftbolag, där större traditionella outsourcingleverantörer 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:

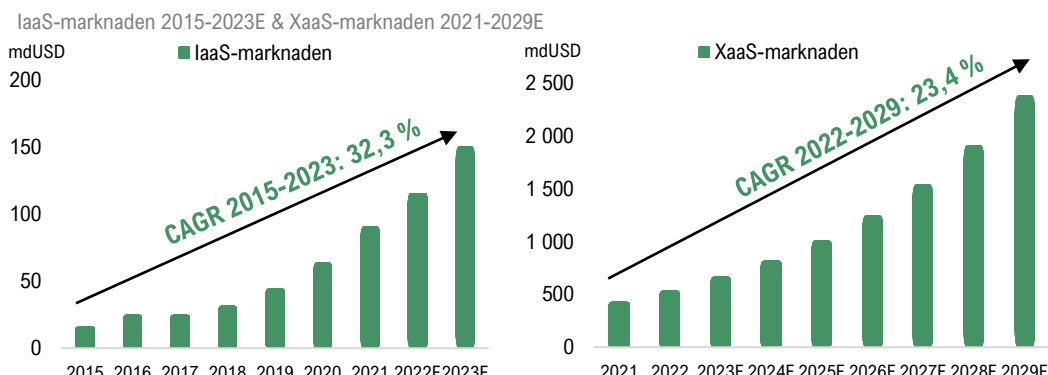


Förvärvstrenden inom den svenska IT-marknaden har varit stark de senaste åren, och enligt Radar Group (2022) har konsolideringsvågen flyttat ned i företagsstorlekar då de flesta stora och mellanstora aktörer redan är eller har varit i transaktionsprocesser. Bristen på kompetens inom branschen har även varit drivande till den starka förvärvstrenden inom sektorn då det medför svårigheter att generera organisk tillväxt genom rekrytering, varför förvärv ger tillgång till nya kundbaser, högre volymer och merförsäljning.

### Stark trend för paketerade tjänster - *Everything as a Service* väntas växa 23,4 % årligen fram till 2029

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. Pandemin drev därtill ett ökat behov för XaaS-tjänster då företag blev tvungna att bli mer agila, genomföra större investeringar i molnet samt förbättra verksamhetens operationella effektivitet. Givet att Qlosr har ökat andelen av Bolagets försäljning till prenumeration, kan Bolagets helhetslösningar för IT-tjänster liknas vid en XaaS/IaaS-modell<sup>1</sup> då Qlosr tar ansvaret för att hela IT-miljö inom en organisation ska fungera samordnat. Den globala marknaden för *Public Cloud* IaaS värderades till ca 91 mdUSD år 2021 och estimeras uppnå en marknadsstorlek om 150 mdUSD år 2023, motsvarande en CAGR om 28,6 %. Parallellt estimeras den breda XaaS-marknaden växa med en CAGR om 23,4 % under perioden 2022-2029, för att år 2029 värderas till ca 2 380 mdUSD. Qlosr är idag primärt verksam i Sverige, men den estimerade tillväxten för den globala IaaS/XaaS-marknaden visar samtidigt på att den starka trenden som finns inom paketerade tjänster endast väntas fortgå.

### Stark tillväxt estimeras komma från IaaS- och XaaS-marknaden



Källa: Fortune Business Insights (2022) och Statista (2022)

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Ex. på marknadsdrivande faktorer som gynnar

# Qlosr

01

Ökad moln-användning

02

Betala och skala efter behov

03

Låga kostnadsbarriärer

<sup>1</sup> XaaS = Everything-As-A-Service  
IaaS = Infrastructure-As-A-Service

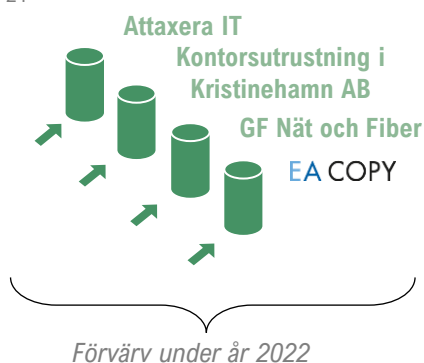
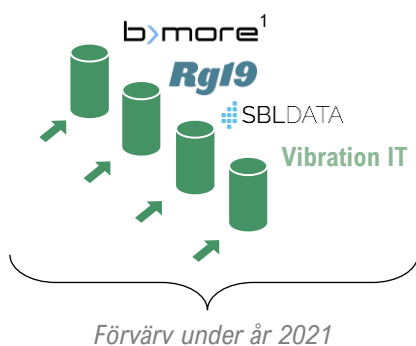
## Omsättningsprognos 2023-2025

Sedan år 2017 har Qlosr fokuserat på att paketera IT-lösningar i enlighet med en prenumurationsmodell 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 prenumurationstjänster har Bolagets återkommande intäkter vuxit starkt och uppgick under år 2022 till 46,6 % av totala intäkter, vilket översteg 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 Qlosrs förlängningsstrategi, skapar Qlosrs prenumurationsmodell förutsättningar för fortsatt tillväxt och förutsägbara kassaflöden. Detta eftersom Bolagets prenumurationsmodell möjliggör för Qlosr att växa tillsammans med sina kunder i takt med att fler användare ansluts till Bolagets prenumurationstjänst, 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 2015-2022 uppvisat en årlig tillväxt om ca 20 %, exklusive gjorda rörelseförvärv under år 2021, i vilken den historiska tillväxten drivits dels organiskt, dels genom förvärv, vilket Bolaget även ämnar fortsätta genomföra framgent. Qlosr har sedan noteringen under Q2-21 genomfört nio rörelseförvärv, vilka under år 2021 uppvisade en total omsättning om ca 406 MSEK med ett EBITDA-resultat om ca 43 MSEK. Förutom en starkt finansiell profil bidrar förvärven med nya kundbaser och marknader, stärkt 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 utöka de återkommande intäkterna ytterligare, 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 fortsatte på inslagen väg under år 2022 där fyra ytterligare förvärv genomfördes.

Qlosrs nio hittills gjorda förvärv sedan noteringen under Q2-21

Förvärvade bolag (år 2021)<sup>2</sup>

## Omsättning

406  
MSEK

## EBITDA

43  
MSEK

Källa: Qlosr Group

## 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, skolkoncerner. 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.

<sup>1</sup> Och IT-Finansiering i Väst.  
<sup>2</sup> Data hämtat från Alla Bolag i kombination med PM:s från Qlosr.

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 prenumerationstjänsten, 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 och AI, 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*, således tillåts Qlosr att 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, varigenom Qlosr har givits tillgång till en större kundbas.

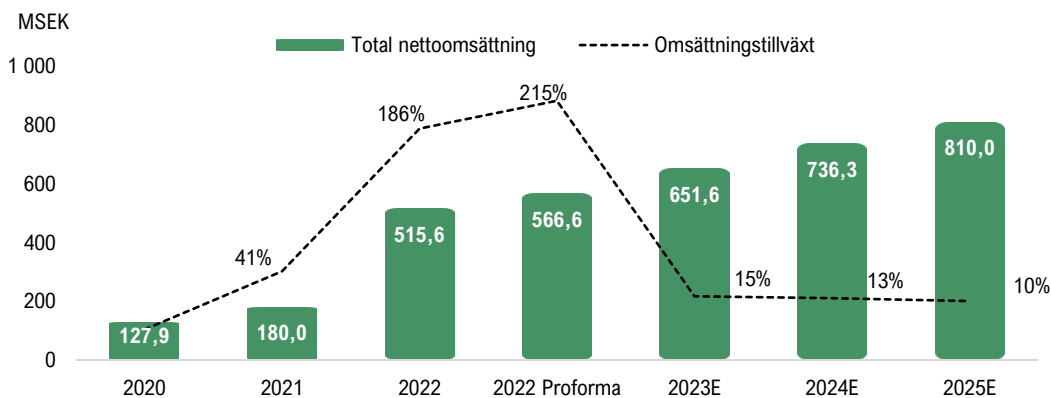
Etableringen av dotterbolag i Danmark, vilket skedde under Q1-22, var ett första steg för Qlosr i Bolagets nordiska satsning och även om det ännu är i ett tidigt skede är potentialen stor då det vidgar Qlosrs adresserbara marknad väsentligt. Satsningen har dessutom burit frukt då Qlosr under Q1-22 ett 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 genomförde Qlosr en sammanslagning av dotterbolagen Qlosr AB och RG19 i Norden AB, vilka flyttade ihop i gemensamma lokaler. Som ett led i sammanslagningen, integrerade även Qlosr dotterbolagens infrastrukturplattformar med syftet att optimera leveranskapaciteten, vilket ger skalfördelar för hela koncernen, samtidigt som sammanslagningen som sådan estimeras medföra ökad intjäningspotential per anställd i Stockholmsregionen på grund av lastbalansering för medarbetarna.

För helåret 2022 levererade Qlosr en nettoomsättning om 515,6 MSEK, motsvarande en tillväxt om 186,5 %, varav 21 % organiskt. Nyligen tecknade tilldelningsbeslut och avtal har stärkt avtalsvärdet som vid utgången av Q1-23 uppgick till 380 MSEK, vilket lägger en solid grund för fortsatt stark organisk tillväxt under dels år 2023, dels under den resterande prognosperioden. För helåret 2023 estimeras en nettoomsättning om 651,6 MSEK, motsvarande en tillväxt om 15 % från estimerad nettoomsättning (proforma) år 2022, vilket innebär att vi behåller våra tidigare estimat. Qlosr estimeras uppvisa en årlig tillväxt (CAGR) i nettoomsättning om 16,3 % under perioden 2023-2025, drivet av fortsatt exekvering på Bolagets tillväxt-på-tillväxt-strategi, ökad korsförsäljning, fortsatt förädling av produkterbjudandet och snabb integrering av förvärvade kundbaser.

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

Nettoomsättning och tillväxt, år 2020-2025E



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

### Kostnadsprognos 2023-2025

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. Under år 2022 uppgick bruttomarginalen, justerat för engångskostnader<sup>1</sup>, till 44 %, vilket är lägre än år 2021 då den uppgick till 47,2 %, men förklaras bl.a. av genomförda förvärv. Bruttomarginalen har under år 2022 även fluktuerat mellan kvartalen (39,7 % - 48 %), men är ett resultat av säsongvariation och intäktsmix.

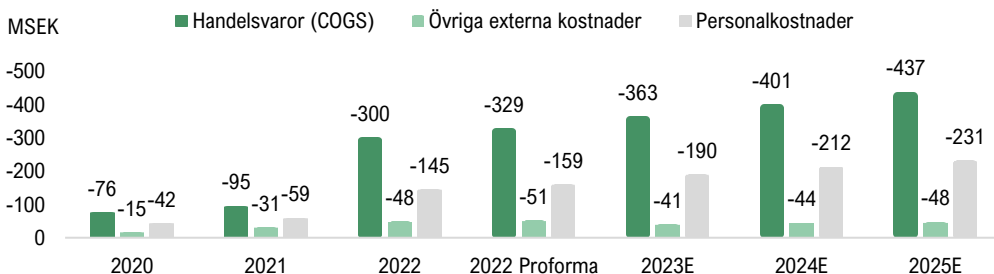
Genom att Qlosr ges tillgång till nya kundbaser via förvärven där strategin är att koppla på prenumerations-tjänsten successivt antar vi dock att bruttomarginalen kan stärkas framgent för att år 2025 uppgå till 46 %. Förvärven medför även att Qlosr kan kontrollera hela leveranskedjan vilket effektiviserar 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 inflationsjusterade prenumerationsavtal, estimeras få en positiv påverkan på bruttomarginalen de kommande kvartalen. För år 2023 estimeras bruttomarginalen uppgå till 44,3 %, men väntas även under år 2023 fluktuera mellan kvartalen som ett resultat av säsongvariation och intäktsmix. Estimerad bruttomarginal för år 2023 innebär således en mindre nedrevidering från tidigare estimat, vilket hänförs till en hög andel direktaffärer och implementationskostnader för vunna prenumerationsavtal under Q1-23, vilket även estimeras fortgå i viss utsträckning under Q2-22, något som ger upphov till lägre konsultintäkter.

Vid utgången av Q1-23 hade Qlosr 175 anställda och personalkostnaderna är därmed en stor kostnad för Bolaget, vilka uppgick till ca 145 MSEK under år 2022, motsvarande 28 % av den totala nettoomsättningen. Under Q1-23 ökade dock andelen personalkostnader av den totala nettoomsättningen, uppgående till ca 30 %, som en effekt av att ett flertal konsulter till Bolaget, vars löner tidigare upptogs under övriga externa kostnader, gick över till fast anställning. Givet den utvecklingen, i kombination med den kompetensbrist som råder inom IT-marknaden, estimerar Analyst Group att personalkostnader kommer att växa i linje med omsättningen under prognosperioden drivet av färre inhyrda konsulter och fler heltidsanställda, samt ökade löner för att bibehålla kompetens inom Bolaget. För år 2023 estimeras personalkostnader uppgå till 189,6 MSEK, motsvarande en ökning om 31,2 % Y-Y och en andel om ca 29,1 % av den totala nettoomsättningen.

Bolagets implementering av Q-Insight, en AI-plattform som automatiserar administrativt arbete, effektiviserar den operativa verksamheten och minskar behovet av personal vid uppskalning av intäkterna. De övriga externa kostnaderna utgörs till en stor del av fasta kostnader, t.ex. lokalhyra, men även av konsultlöner, och då flertalet inhyrda konsulter har övergått till fast anställning, estimerar Analyst Group att kostnadspostens andel av omsättningen 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 sammanläggningen av Qlosr AB och RG19, vilken bl.a. medför lägre lokalkostnader, talar ytterligare för att andelen kommer minska framöver, enligt Analyst Group. Under år 2023 estimeras övriga externa kostnader uppgå till 6,3 % av omsättningen och 6,0 % under år 2024, från 9,4 % år 2022.

#### Bruttokostnaderna antas fortsätta utgöra största andelen av kostnadsbasen.

Brutto- och rörelsekostnader år 2020 till 2025E



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

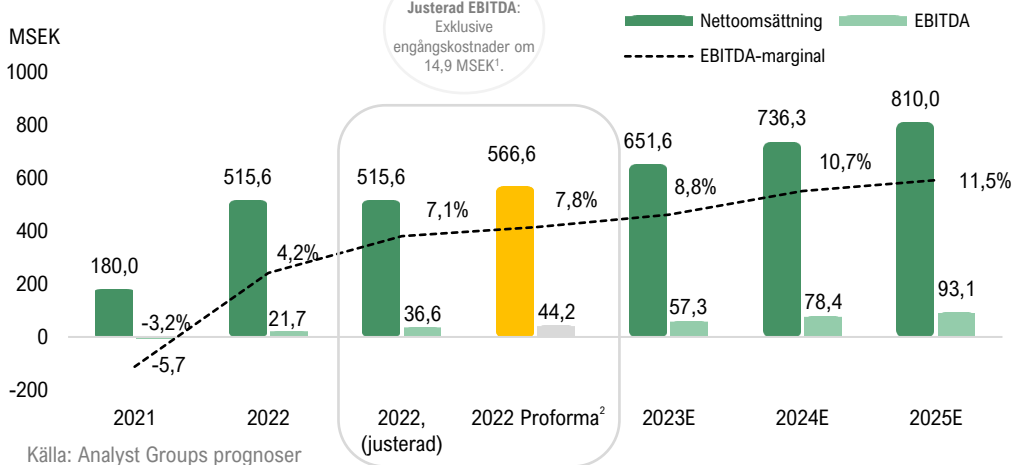
### Marginalexpansion i korten

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 inköpsvolym till bättre villkor och allmänna operationella effektiviseringar, bäddar 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.

Den starka EBITDA-marginalen som Bolaget uppvisade under Q4-22 (12,2 %) visade på att förvärvsstrategin, tillika utvinningen av kostnadssynergier, har burit frukt. Samtidigt har Bolagets operationella hävstång ökat i takt med förvärven, varför säsongsmässigt svagare kvartal får en större effekt på EBITDA-marginalen, vilket uppvisades under Q3-22 (3,4 %). EBITDA-marginalen under Q1-23 om 5,9 % understeg våra estimat, vilket hänfördes till större än väntade implementationskostnader för tagna prenumerationsaffärer och ökad andel direktaffärer, därav medfördes lägre konsultintäkter. Då Qlosr har guidat för att de höga implementationskostnaderna även kommer att fortgå under Q2-23, i kombination med att Bolaget vunnit större volymaffärer som initialt medför en större andel hårdvaruförsäljning, har vi reviderat ned våra estimat avseende EBITDA-resultatet. Under år 2023 estimeras EBITDA-resultatet uppgå till 57,3 MSEK, (tidigare 66,5 MSEK) motsvarande en EBITDA-marginal om 8,8 % (tidigare 10,2 %).

#### Skalbarheten i affärsmodellen talar för stärkta marginaler framgent.

Totala intäkter, EBITDA och EBITDA-marginal, 2021-2025E



Källa: Analyst Groups prognoser

Base scenario MSEK	2020	2021	2022	2022 Proforma	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	113,0	143,3	478,8	566,6	615,8	699,5	773,5
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,17	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	14,9	34,48	36,7	0,0	35,8	36,8	36,4
<b>Total nettoomsättning</b>	<b>127,9</b>	<b>180,0</b>	<b>515,6</b>	<b>566,6</b>	<b>651,6</b>	<b>736,3</b>	<b>810,0</b>
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-299,8	-328,5	-363,3	-400,6	-437,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,4</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>238,1</b>	<b>288,3</b>	<b>335,8</b>	<b>372,6</b>
Bruttomarginal	41,0%	47,2% <sup>3</sup>	41,8%	42,0%	44,3%	45,6%	46,0%
Justerad bruttomarginal			44,0% <sup>1</sup>	44,0% <sup>1</sup>			
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-40,7	-44,2	-47,8
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-189,6	-212,4	-230,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,7	-0,7	-0,8
<b>EBITDA</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>27,4</b>	<b>57,3</b>	<b>78,4</b>	<b>93,1</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	8,8%	10,7%	11,5%
<b>Justerat EBITDA-resultat</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,3</b> <sup>3</sup>	<b>36,6</b> <sup>1</sup>	<b>44,2</b> <sup>1</sup>	<b>57,3</b>	<b>78,4</b>	<b>93,1</b>
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% <sup>3</sup>	7,1% <sup>1</sup>	7,8% <sup>1</sup>	8,8%	10,7%	11,5%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-5,3	-61,0	-73,2	-65,4	-69,8	-73,1
<b>EBIT</b>	<b>-4,6</b>	<b>-11,0</b>	<b>-39,3</b>	<b>-45,8</b>	<b>-8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>20,1</b>
EBIT-marginal	-3,6%	-6,1%	-7,6%	-8,1%	-1,2%	1,2%	2,5%

<sup>1</sup> Engångskostnader år 2022 i samband med sammanslagningen av Stockholmsenheterna:

- Bruttokostnader: -11,3 MSEK
- Rörelsekostnader: -3,6 MSEK

<sup>2</sup> Enligt Analyst Groups estimat

<sup>3</sup> Justerad för den omställningskostnaden om 31,7 MSEK samt 11 MSEK relaterat till det omvända förvärvet som belastades kostnadsbasen, tillika resultatet, under H2-21.



För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom IT-branschen. Även om det råder skillnader mellan jämförelsebolagen och Qlosr, ser Analyst Group likheter avseende produkt-erbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur.

## Peers i siffror (LTM)

3,5 %  
Omsättningstillväxt16,0 %  
EBITDA-marginal20,1 %  
Omsättningstillväxt13,6 %  
EBITDA-marginal24,5 %  
Omsättningstillväxt12,2 %  
EBITDA-marginal2,0 %  
Omsättningstillväxt19,3 %  
EBITDA-marginal17,8 %  
Omsättningstillväxt3,9 %  
EBITDA-marginal32,9 %  
Omsättningstillväxt9,8 %  
EBITDA-marginal21,1 %  
Omsättningstillväxt14,6 %  
EBITDA-marginaltieto  
EVRY

**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.

b3 Consulting  
Group

**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.

cag



**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.

CGI



**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. Tjänsteerbjudandet sträcker sig konsult- och infrastrukturtjänster till systemintegration, affärsutveckling samt IT-drifthantering.

ATEA



**Atea** är ett norskt IT-bolag inriktade mot utveckling av molnbaserade IT-lösningar. Olika lösningar innefattar infrastruktur, datahantering, säkerhets- och backoplösning, 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.

PROACT



**Proact IT Group** är en ledande svensk leverantör av integrerade IT-infrastrukturlösningar och molntjänster. Med skräddarsydda lösningar hjälper de företag att optimera IT-driften, förbättra säkerheten och öka flexibiliteten. Med en bred kundbas över olika branscher och verksamhetsområden, inklusive små och medelstora företag samt multinationella organisationer, möjliggör de digital transformation. Proact är verksam i flera europeiska länder och är en pålitlig partner inom IT-infrastruktur och molntjänster.

ITERA



**Itera** är en norsk leverantör av digitala transformations- och IT-konsulttjänster. Exempel på bolagets tjänster inkluderar applikationsförvaltning, molnbaserade lösningar, infrastrukturtjänster, systemutveckling, projektledning, samt IT-drift. Bolagets produkter och tjänster används inom ett brett segment av marknader, främst koncentrerat till försvarsindustrin, finans, media och telekom.

R12	Qlosr	TietoEvry	B3 Consulting	CAG Group	Atea	CGI	Proact IT	Itera	Genomsnitt, Peers	Median, Peers
Omsättningstillväxt Y-Y	100,17% <sup>1</sup>	3,5%	20,1%	24,5%	17,8%	2,0%	32,9%	21,1%	17,4%	20,1%
Bruttomarginal	41,51%	82,8%	31,2%	66,4%	19,3%	21,4%	22,3%	93,6%	48,1%	31,2%
EBITDA-marginal	7,2% <sup>2</sup>	16,0%	13,6%	12,2%	3,9%	19,3%	9,8%	14,6%	12,8%	13,6%
Soliditet	13,6%	43,0%	40,0%	49,0%	25,0%	50,0%	24,0%	29,0%	37,1%	40,0%
Nettoskuld/EBITDA	3,1	1,3	-0,1	-0,3	0,3	1,0	0,5	-0,2	0,4	0,3
Skuldsättningsgrad	6,3	1,3	1,5	1,0	3,0	1,0	3,2	2,5	1,9	1,5
Omsättningshastighet	1,2	0,9	1,9	1,4	2,9	0,8	1,2	2,8	1,7	1,4
EV/EBITDA	10,4 <sup>2</sup>	8,7	7,7	7,5	8,9	13,5	5,0	10,8	8,9	8,7
EV/S	0,7	1,4	1,0	0,9	0,3	2,6	0,5	1,6	1,2	1,0
P/S	0,5	1,2	1,1	1,0	0,3	2,4	0,4	1,6	1,1	1,1
Marknadsvärde MSEK	276	35 409	1 258	806	15 874	263 047	2 159	1 236	45 684	2 159

<sup>1</sup> Den organiska tillväxten LTM har Analyst Group estimerat till ca 16 %.

<sup>2</sup> Justerad EBITDA.

## Värdering av Qlosr: Relativvärdering

Company <sup>1</sup>	Equity	Enterprise	Revenue						EBITDA					
	Value	Value	EV/Sales			EV/EBITDA			CAGR	CAGR	EBITDA-	EBITDA-	EBITDA-	EBITDA-
	(MSEK)	(MSEK)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023-2025E	2023-2025E	marginal	marginal	marginal	marginal
TietoEvry B3	35 375	42 746	1,2x	1,2x	1,2x	7,6x	6,9x	6,9x	2,8%	1,1%	17,6%	16,4%	17,3%	16,7%
Consulting	1 144	1 158	0,9x	0,8x	0,7x	7,1x	6,2x	5,4x	10,5%	10,4%	13,8%	13,0%	13,4%	13,7%
CAG Group	781	753	0,8x	0,8x	0,7x	7,2x	6,5x	6,1x	8,0%	8,8%	11,9%	11,7%	12,2%	12,2%
Atea	16 196	17 127	0,4x	0,5x	0,4x	8,3x	7,7x	7,2x	7,4%	10,4%	5,6%	4,9%	6,1%	6,1%
CGI Inc	239 197	259 859	2,2x	2,1x	2,0x	11,4x	10,6x	10,2x	7,4%	7,2%	19,9%	19,7%	20,1%	19,8%
Proact IT	2 173	2 440	0,5x	0,5x	0,5x	5,3x	4,8x	4,6x	2,9%	4,0%	9,9%	9,5%	10,1%	10,3%
Itera	1 245	1 223	1,5x	1,3x	n.a.	10,4x	9,2x	n.a.	13,7%	11,8%	14,8%	14,3%	14,3%	n.a.
Maximum	239 197	259 859	2,2x	2,1x	2,0x	11,4x	10,6x	10,2x	13,7%	11,8%	19,9%	19,7%	20,1%	19,8%
75th Percentile	25 785	29 936	1,4x	1,3x	1,1x	9,4x	8,5x	7,1x	9,3%	10,4%	16,2%	15,3%	15,8%	16,0%
<b>Median</b>	<b>2 173</b>	<b>2 440</b>	<b>0,9x</b>	<b>0,8x</b>	<b>0,7x</b>	<b>7,6x</b>	<b>6,9x</b>	<b>6,5x</b>	<b>7,4%</b>	<b>8,8%</b>	<b>13,8%</b>	<b>13,0%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,0%</b>
<b>Mean</b>	<b>42 302</b>	<b>46 472</b>	<b>1,1x</b>	<b>1,0x</b>	<b>0,9x</b>	<b>8,2x</b>	<b>7,4x</b>	<b>6,7x</b>	<b>7,5%</b>	<b>7,7%</b>	<b>13,4%</b>	<b>12,8%</b>	<b>13,4%</b>	<b>13,1%</b>
25th Percentile	1 195	1 190	0,7x	0,6x	0,5x	7,2x	6,3x	5,6x	5,2%	5,6%	10,9%	10,6%	11,2%	10,8%
Minimum	781	753	0,4x	0,5x	0,4x	5,3x	4,8x	4,6x	2,8%	1,1%	5,6%	4,9%	6,1%	6,1%
<b>Qlosr Group</b>	<b>276</b>	<b>397</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,5x</b>	<b>6,9x</b>	<b>5,1x</b>	<b>4,3x</b>	<b>16,3%</b>	<b>36,5%</b>	<b>7,1%</b>	<b>8,8%</b>	<b>10,7%</b>	<b>11,5%</b>

Gemensamt för merparten av jämförelsebolagen är att de är lönsamma och har varit det i flera år. Qlosr uppvisar lönsamhet på EBITDA-nivå 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 estimerar Analyst Group 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 genererade Qlosr fria kassaflöden om totalt 36,7 MSEK, där även större kassaflödespåverkande engångskostnader togs.

Vidare estimeras Qlosr uppvisa en starkare tillväxt i såväl omsättningen som EBITDA-resultatet än peer-gruppen under prognosperioden. På marginalnivå har Qlosr både en lägre brutto- och EBITDA-marginal än peer-bolagens genomsnitt, men marginalerna väntas samtidigt stärkas framgent i takt med att Bolaget fortsätter att exekvera på uttalad strategi avseende att öka andelen prenumerationsaffärer, där EBITDA-marginalen förväntas vara endast marginellt lägre än peers år 2025. Ökade prenumerationsintäkter mynnar ut i en ökad andel återkommande intäkter och under år 2022 uppgick de återkommande intäkterna till ca 47 % 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 Atea, vilka har en betydligt lägre andel återkommande intäkter (< 25 %) och bedriver i högre utsträckning traditionell leverans av IT-lösning, vilket är förknippat med direktförsäljning.

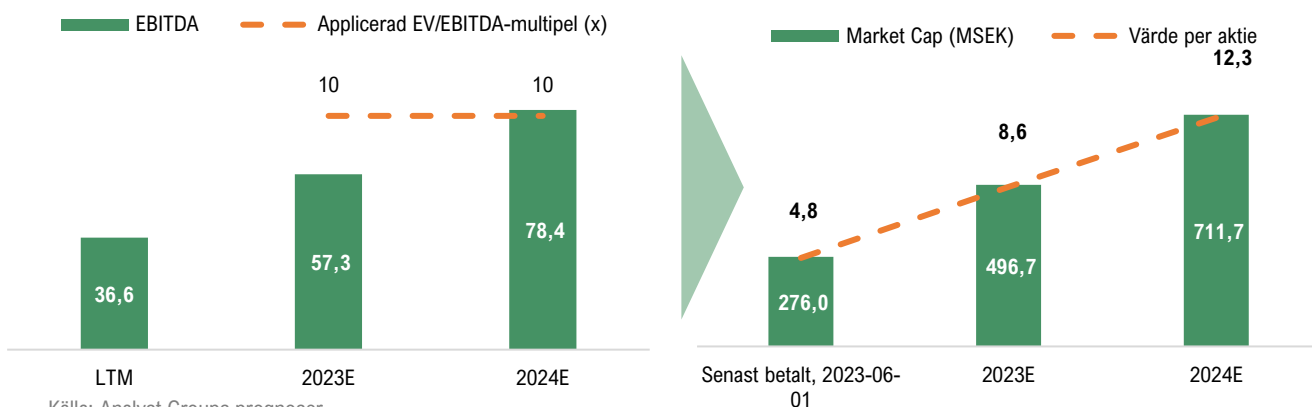
<sup>1</sup> Peer-data är hämtat från TIKR.

**8,6 KR**  
PER AKTIE PÅ 2023  
ÅRS PROGNOSE  
(BASE)

Peer-gruppen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA-multipel om 8,2x på 2023 års estimat (median 7,6), samtidigt som Qlosr värderas till 6,9x 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 år 2025 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 57,5 MSEK härleds ett potentiellt bolagsvärde om 585 MSEK och efter avdrag av 2023 års estimerade nettoskuld motiveras en aktiekurs om 8,6 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.

**Givet en konstant EV/EBITDA-multipel om 10x, kan följande värderingsnivåer<sup>1</sup> av Qlosr illustreras, givet att prognoserna faller ut.**

Potentiell uppvärdering över tid, Base scenario

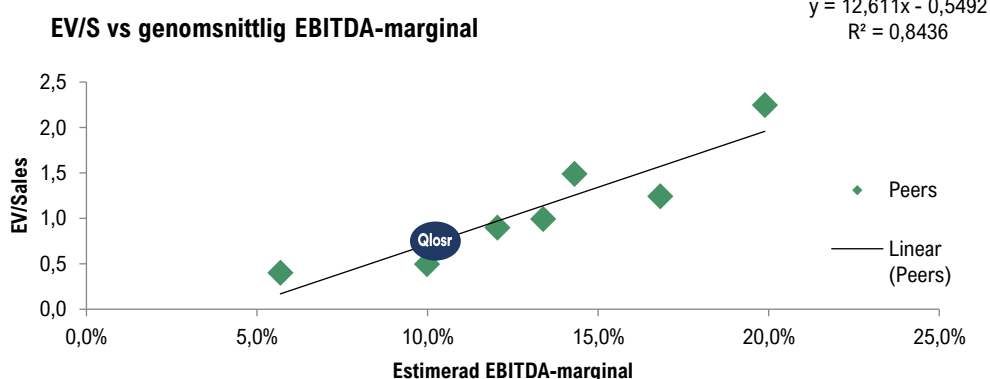


## Regressionsanalys

Utifrån en upprättad regressionsanalys baserad på jämförelsebolagens genomsnittliga EBITDA-marginal under år 2023-2025 kan vi rent statistisk estimeras en EV/S-multipel för Qlosr för år 2023. Enligt regressionsanalysen bör Qlosr värderas till en forward EV/S-multipel om 0,75x för år 2023, vilket skulle motsvara en aktiekurs om 6,9 kr. Det ska samtidigt poängteras att regressionsanalysen enbart tar hänsyn till EBITDA-marginalen, vilken i detta fall utgör ett mått på bolagens förmåga att generera kassaflöde, vilket å ena sidan är en viktig drivare för EV/S-multipeln, å andra sidan ej tar hänsyn till andra viktiga aspekter såsom tillväxt, risk och kapitalbindning. Regressionsanalysen har använts för att ge ytterligare perspektiv, men används ej för att härleda en värdering av Qlosr.

**Regressionsanalysen visar ett starkt statistiskt samband mellan EV/S-multipeln och genomsnittlig EBITDA-marginal.**

Regressionsanalys, EV/S & genomsnittliga EBITDA-marginal

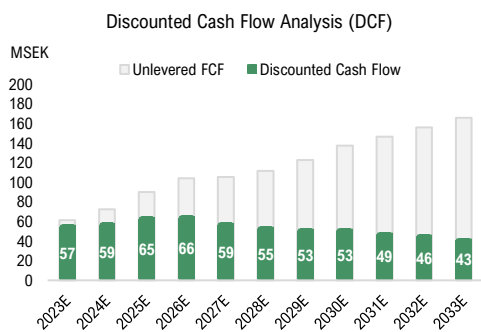


<sup>1</sup> Givet samma kapitalstruktur som antas gälla vid utgången av år 2023.

### Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Vi kompletterar upprättad relativvärdering med en diskonterad kassaflödesanalys. Vår DCF utgörs av en explicit prognosperiod fram till år 2025, en normaliserad period mellan åren 2026-2033<sup>1</sup> samt en terminalperiod. Under den explicita prognosperioden estimeras Qlosr uppvisa en organisk CAGR i nettoomsättningen om 12,6 %, där vi använder 2022 års estimerade proformasiffror. Vidare estimeras Qlosr expandera Bolagets EBITDA-marginal från 8,8 % år 2023 till 11,5 % under år 2025. Under normaliseringsperioden estimeras en Qlosr uppvisa en CAGR i nettoomsättningen om ca 5 % och under terminalperioden har vi applicerat en tillväxttakt om 2 %.

EBITDA-marginalen estimeras uppgå till 13,1 % under år 2028, för att därefter kontrahera något och under terminalperioden uppgå till 12,5 %, till följd av en viss prispress från konkurrenter. Vi diskonterat de framtida fria kassaflödena med en WACC om 13,5 %, vilket härleder ett DCF-värde om 8,7 kr per aktie.



### Känslighetsanalys

För att illustrera hur känslig vår potentiella målkurs för Qlosr är av förändringar i underliggande variabler har vi valt att konstruera en känslighetsanalys. I känslighetsanalysen har vi valt att fokusera på vad effekten blir vid en mindre justering i residualen vad gäller terminaltillväxten och EBITDA-marginalen samt applicerad WACC. Om applicerad tillväxttakt i residualen istället uppgår till 3 %, hade motiverad målkurs på Qlosr motsvarat 9,1 kr per aktie, allt annat lika. Justeringar i EBITDA-marginalen påverkar aktiekursen i större utsträckning, där exempelvis en långsiktig EBITDA-marginal om 14,5 % hade motiverat en aktiekurs om 9,6 kr.

**Nedan illustreras vilken effekt mindre justeringar i terminaltillväxt, WACC och antagen EBITDA-marginal i residualperioden får på Qlosrs aktiekurs.**

Känslighetsanalys Qlosr

		Terminaltillväxt				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC	11,5%	10,1	10,6	11,2	11,9	12,9
	12,5%	9,0	9,4	9,8	10,4	11,0
	13,5%	8,1	8,4	8,7	9,1	9,6
	14,5%	7,3	7,5	7,8	8,1	8,5
	15,5%	6,6	6,8	7,0	7,2	7,5

		Långsiktig EBITDA-marginal				
		8,5%	10,5%	12,5%	14,5%	16,5%
WACC	11,5%	8,7	9,9	11,2	12,4	13,6
	12,5%	7,8	8,8	9,8	10,8	11,9
	13,5%	7,0	7,8	8,7	9,6	10,4
	14,5%	6,3	7,0	7,8	8,5	9,2
	15,5%	5,7	6,4	7,0	7,6	8,2

DCF Input	
Nettoomsättning, CAGR 2022-2025E	12,6%
Nettoomsättning, CAGR 2025-2028E	5,3%
Nettoomsättning, CAGR 2028-2033E	5,0%
EBITDA, CAGR 2022-2025E	36,5%
EBITDA, CAGR 2025-2028E	10,0%
EBITDA, CAGR 2028-2033E	4,0%
Rörelsekapital (% Nettoomsättning, 2028-2033E)	2,0%
Capex (% av nettoomsättning, 2028-2033E)	2,4%
D&A (% av nettoomsättningen, 2028-2033E)	2,3%
Skattesats	20,6%

Terminal Value Assumptions	
Terminaltillväxt	2,0%
Långsiktig EBITDA-marginal	12,5%
Rörelsekapital (% av nettoomsättning)	2,0%
D&A (i % av nettoomsättning)	2,2%
CAPEX (i % av nettoomsättning)	2,2%
Skattesats	20,6%

WACC Assumptions	
Riskfri ränta	2,5%
Marknadsriskpremie	5,6%
Levered Beta	1,2
Small-Cap Risk Premium	4,2%
Company Specifik Risk Premium	4,4%
Cost of Equity	17,8%
Target Debt/(Debt+Equity)	34,8%

**WACC 13,5%**

Valuation Summary	
PV Estimerad period (2023-2025E)	127 915
PV Normaliserad period (2027-2033E)	268 641
Terminalvärde (tSEK)	227 419
Terminalvärde i % av Enterprise Value	36,4%
Total Enterprise Value (tSEK)	<b>623 975</b>
Nettoskuld, Q1-23 (tSEK)	120 730
Equity Value (tSEK)	503 246
Antal aktier (i tusental)	57 864
<b>Equity Value Per Share</b>	<b>8,7</b>

<sup>1</sup> Bestående av två perioder, 2026-2028E samt 2029-2033E.

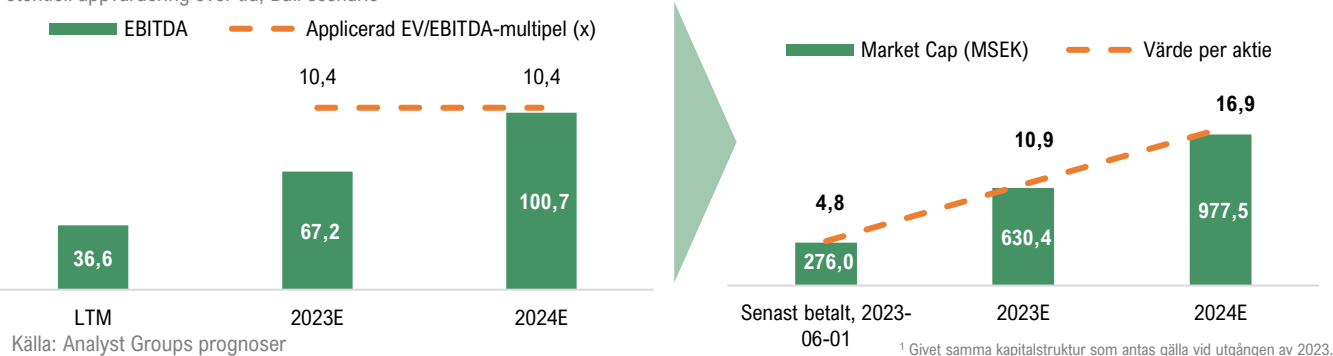
### Bull scenario

Den starka trenden av paketerade tjänster estimeras 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 målmultipel om EV/EBITDA 10,4x och givet 2023 års estimerade EBITDA om 67,2 MSEK motiveras ett potentiellt värde per aktie om 10,9 kr.

**10,9 KR**  
PER AKTIE PÅ 2023  
ÅRS PROGNOS  
(BULL)

Givet en konstant EV/EBITDA-multipel om 10,4x, kan följande värderingsnivåer<sup>1</sup> av Qlosr illustreras, givet att prognoserna faller ut.

Potentiell uppvärdering över tid, Bull scenario



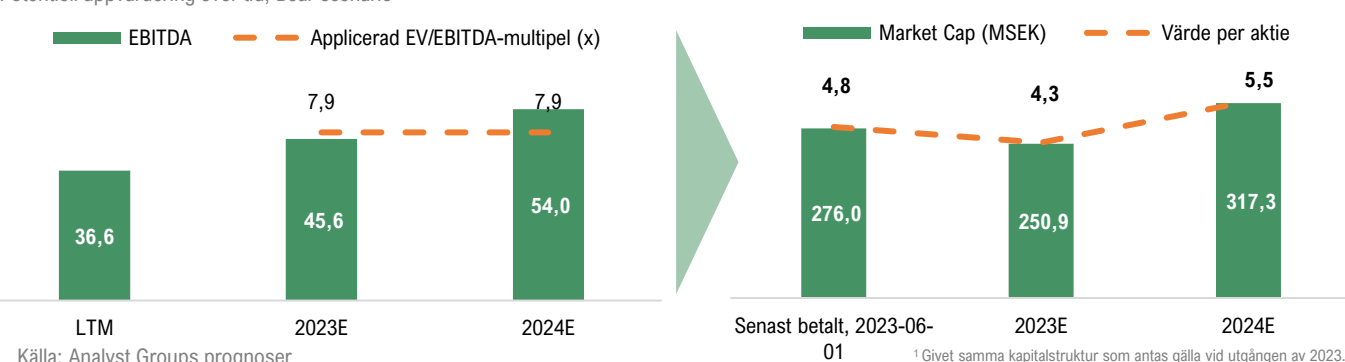
### Bear scenario

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 marknads-andelar, 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 omsättningstillväxt och lönsamhet än i Base scenario väntas bli en följd av detta och för år 2023 estimeras ett EBITDA-resultat om 45,6 MSEK. I ett Bear scenario appliceras en målmultipel om EV/EBITDA 7,9x och givet 2023 års estimerade EBITDA om 45,6 MSEK motiveras ett potentiellt värde per aktie om 4,3 kr.

**4,3 KR**  
PER AKTIE PÅ 2023  
ÅRS PROGNOS  
(BEAR)

Givet en konstant målmultipel enligt ovan nämnt, kan följande värderingsnivåer<sup>1</sup> av Qlosr illustreras, givet att prognoserna faller ut.

Potentiell uppvärdering över tid, Bear scenario





**Första kvartalet för år 2023 har nu rapporterats och ni uppvisar en nettoomsättning i linje med föregående kvartal samtidigt som EBITDA-resultatet minskade Q-Q. Kan du berätta mer om utvecklingen under det första kvartalet, vad du är mest nöjd med samt vad du anser att ni hade kunnat göra bättre?**

Vi är väldigt nöjda med utvecklingen på Topline. Affärerna fortsätter också att strömma in så vi är trygga med att vi skall kunna passera 650 mkr för 2023. Just det att vi haft en onormalt hög nivå på nytecknade avtal som är under uppstart har dock planenligt belastat EBITDA marginalen något. Dock är den högre än f.g jämförande kvartal vilket är viktigt då Q4 alltid är årets absolut bästa kvartal och där Q1 är det näst sämsta givet de säsongsvariationer vi haft under alla år. Så om jag skall sammanfatta mest nöjd med topline och nya affärer och lite mindre nöjd med marginalen.

**I Q1-rapporten lyfter ni fram generativ AI och skriver att förutsättningarna för utvecklingen av publika moln- och säkerhetstjänster har förändrats radikalt sedan årsskiftet. Kan du berätta mer om detta samt vilka satsningar som Qlosr genomför i syfte att ligga i framkant framöver? Vår avsikt är att ta en position där:**

- Vi är kundernas mest lämpade partner för stöd och support i samband med införande och nyttjande av AI-stöd i sina verksamheter, inklusive navigering genom utmaningar med att implementera generativ AI.
- Vi genomför aktiviteter som hjälper våra kunder att snabbt kunna ta till sig AI-hjälpmiddel och konkret skapa ökad konkurrenskraft.
- Vi genomför aktiviteter som driver ökad egen användning av AI i syfte att öka kundnöjdhet, effektivisera och förenkla vårt arbete.
- Vi tar fram tjänster för att integrera och supportera AI med befintliga teknologier och lösningar.

Under kvartalet har vi därför satt igång ett virtuellt Team med en utsedd AI Director som har börjat med att utveckla alla 180 medarbetare, satt igång ett 20 tal kunddialoger som resulterat i 2 st POC projekt. Därutöver är vi igång med egna tillämpningar inom framför allt service desk där generativ AI redan bidrar med att minska kundernas incidenter, snabba upp lösningar och bygga rätt prioriteringar

**Ni nämner även den höga personalomsättningshastighet som uppvisats inom branschen, hur planerar ni att fortsätta investera i er personal för att säkerställa låg omsättningshastighet och uppnå era strategiska mål? Vilka åtgärder tas för att behålla och utveckla er personal?**

Vi har ett väldigt tydligt värdegrundsarbete igång, Vi satsar på utveckling där vi för året har en utvecklingsfond som personal kan söka till och sen är det ju "End of the day" ett ledarskapsansvar i hela organisationen att ligga nära medarbetaren. För att understryka och stödja det har vi startat upp ett ledarskapsprogram under första kvartalet som vi kallar The Qlosr Manager som skall driva ett ledarskap där individer syns och och får utvecklas

**Under kvartalet har ni erhållit två i synnerhet stora volymaffärer, dels med Västra Götalandsregionen om ca 62 MSEK, dels med Uddevalla kommun om ca 100 MSEK, vilka ni benämner vara av strategisk vikt även om de initialt innebär ca 90 % direktaffärer kopplat till hårdvara. Vilka strategiska fördelar ser ni med dessa affärer?**

1. Volym affärer rent generellt gör att våra volymer växer vilket gör att vi kan erhålla bättre villkor på samtliga inköp inkl de inköp som är en del av prenumerationsaffären.
2. Att vi nu har en affärsrelation med Sveriges enskilt största kund är VGR är förutsättning för att kunna diskutera andra affärer som är mer paketerade och tjänstetunga.
3. Hela vår logistikapparat som används för Life cycle management för alla bolag i koncernen kommer snabbt upp en helt annan skala vilket ökar marginalerna över hela affären.





**Som ett led i att driva fortsatta kostnadseffektiviseringar startade ni under det första kvartalet förberedelserna för att etablera ett internt Shared Service Center. Vad innebär detta rent konkret och vilka besparingar förväntar ni att detta kommer att medföra?**

Vi startar arbetet med att nu identifiera och kostnads synergier på Backoffice, I första hand ta hem tidigare utlagda arbetsuppgifter och dela resurser mellan småbolagen.

**Andra mindre noterade IT-aktörer/konsulter vittnar om en ökad konkurrens om uppdrag, en ökad osäkerhet på marknaden givet den ekonomiska utvecklingen samt längre försäljningscykler under inledning av år 2023. Är det något även ni har eller för närvarande upplever?**

Ja, så är det. Affärerna finns där precis som tidigare men trögheten i beslutsprocesserna är där nu vilket är typiskt i osäkra tider. Dock är vi fortsatt en så liten spelare så tar vi bara dom affärer vi visat att vi gjort i närtid även framöver så skall vi kunna exekvera på den plan vi har.



## 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; och 12 500 B-aktier direkt.*



## 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; och 26 900 B-aktier direkt.*



## 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, affärsrådeschef 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 163 286 B-aktier indirekt genom Ribb Holding AB, där Joakim Ribb äger samtliga aktier; och 9 056 B-aktier direkt.*



## 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.*



## 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.*

Base scenario MSEK	2020	2021	2022	2022 Proforma	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	113,0	143,3	478,8	566,6	615,8	699,5	773,5
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,17	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	14,9	34,48	36,7	0,0	35,8	36,8	36,4
<b>Total nettoomsättning</b>	<b>127,9</b>	<b>180,0</b>	<b>515,6</b>	<b>566,6</b>	<b>651,6</b>	<b>736,3</b>	<b>810,0</b>
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-299,8	-328,5	-363,3	-400,6	-437,4
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,4</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>238,1</b>	<b>288,3</b>	<b>335,8</b>	<b>372,6</b>
Bruttomarginal	41,0%	47,2% <sup>1</sup>	41,8%	42,0%	44,3%	45,6%	46,0%
Justerad bruttomarginal			44,0% <sup>2</sup>	44,0% <sup>2</sup>			
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-40,7	-44,2	-47,8
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-189,6	-212,4	-230,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,7	-0,7	-0,8
<b>EBITDA</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>27,4</b>	<b>57,3</b>	<b>78,4</b>	<b>93,1</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	8,8%	10,7%	11,5%
<b>Justerat EBITDA-resultat</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,3</b> <sup>1</sup>	<b>36,6</b> <sup>2</sup>	<b>44,2</b> <sup>2</sup>	<b>57,3</b>	<b>78,4</b>	<b>93,1</b>
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% <sup>1</sup>	7,1% <sup>2</sup>	7,8% <sup>2</sup>	8,8%	10,7%	11,5%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-5,3	-61,0	-73,2	-65,4	-69,8	-73,1
<b>EBIT</b>	<b>-4,6</b>	<b>-11,0</b>	<b>-39,3</b>	<b>-45,8</b>	<b>-8,1</b>	<b>8,6</b>	<b>20,1</b>
EBIT-marginal	-3,6%	-6,1%	-7,6%	-8,1%	-1,2%	1,2%	2,5%
<b>Bull scenario MSEK</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2022 Proforma</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Nettoomsättning	113,0	143,3	478,8	566,6	647,9	768,6	880,8
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,17	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	14,9	34,48	36,7	0,0	37,7	40,5	41,5
<b>Total nettoomsättning</b>	<b>127,9</b>	<b>180,0</b>	<b>515,6</b>	<b>566,6</b>	<b>685,6</b>	<b>809,0</b>	<b>922,3</b>
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-299,8	-328,5	-377,8	-430,0	-486,5
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,4</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>238,1</b>	<b>307,8</b>	<b>379,0</b>	<b>435,8</b>
Bruttomarginal	41,0%	47,2%	41,8%	42,0%	44,9%	46,9%	47,3%
Justerad bruttomarginal			44,0% <sup>2</sup>	44,0% <sup>2</sup>			
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-41,8	-46,1	-50,7
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-198,1	-231,4	-261,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,7	-0,8	-0,9
<b>EBITDA</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>27,4</b>	<b>67,2</b>	<b>100,7</b>	<b>123,1</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	9,8%	12,5%	13,4%
<b>Justerat EBITDA-resultat</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,3</b> <sup>1</sup>	<b>36,6</b> <sup>2</sup>	<b>44,2</b> <sup>2</sup>	<b>67,2</b>	<b>100,7</b>	<b>123,1</b>
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% <sup>1</sup>	7,1% <sup>2</sup>	7,8% <sup>2</sup>	9,8%	12,5%	13,4%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-5,3	-61,0	-73,2	-65,8	-70,5	-74,1
<b>EBIT</b>	<b>-4,6</b>	<b>-11,0</b>	<b>-39,3</b>	<b>-45,8</b>	<b>1,4</b>	<b>30,2</b>	<b>49,0</b>
EBIT-marginal	-3,6%	-6,1%	-7,6%	-8,1%	0,2%	3,7%	5,3%
<b>Bear scenario MSEK</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2022 Proforma</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
Nettoomsättning	113,0	143,3	478,8	566,6	594,4	645,3	687,6
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	2,17	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	14,9	34,48	36,7	0,0	34,6	34,0	32,4
<b>Total nettoomsättning</b>	<b>127,9</b>	<b>180,0</b>	<b>515,6</b>	<b>566,6</b>	<b>629,0</b>	<b>679,3</b>	<b>720,0</b>
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-299,8	-328,5	-354,1	-378,7	-399,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,4</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>238,1</b>	<b>274,9</b>	<b>300,6</b>	<b>320,4</b>
Bruttomarginal	41,0%	47,2% <sup>1</sup>	41,8%	42,0%	43,7%	44,3%	44,5%
Justerad bruttomarginal			44,0% <sup>2</sup>	44,0% <sup>2</sup>			
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-41,8	-44,5	-46,8
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-186,8	-201,4	-212,8
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,7	-0,7
<b>EBITDA</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>27,4</b>	<b>45,6</b>	<b>54,0</b>	<b>60,1</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	7,3%	7,9%	8,3%
<b>Justerat EBITDA-resultat</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,3</b> <sup>1</sup>	<b>36,6</b> <sup>2</sup>	<b>44,2</b> <sup>2</sup>	<b>45,6</b>	<b>54,0</b>	<b>60,1</b>
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% <sup>1</sup>	7,1% <sup>2</sup>	7,8% <sup>2</sup>	7,3%	8,0%	8,3%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-5,3	-61,0	-73,2	-64,9	-68,8	-71,6
<b>EBIT</b>	<b>-4,6</b>	<b>-11,0</b>	<b>-39,3</b>	<b>-45,8</b>	<b>-19,3</b>	<b>-14,8</b>	<b>-11,5</b>
EBIT-marginal	-3,6%	-6,1%	-7,6%	-8,1%	-3,1%	-2,2%	-1,6%

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

<sup>2</sup> Engångskostnader år 2022 i samband med sammanslagningen av Stockholmsenheter:

- Bruttokostnader: -11,3 MSEK
- Rörelsekostnader: -3,6 MSEK

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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: <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** (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 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.