

Under Q2-23 återhämtade sig den organiska tillväxten med besked, vilket kan hänföras till ett starkt inflöde av stora avtal från slutet av 2022. Även om detta inflöde har påverkat nettoomsättningen positivt, har det samtidigt hämmat lönsamheten kortsiktigt på grund av b.l.a. en mindre gynnsam intäktsmix och ökade implementationskostnader. Trots ett mer avvaktande marknadsläge, är efterfrågan på paketerade tjänster fortsatt stark. Med Qlosrs fokus på korsförsäljning, utnyttjande av kostnadssynergier från tidigare förvärv och exekvering på uttalad tillväxt-på-tillväxt-strategi, estimerar Analyst Group en stark tillväxt avseende såväl omsättning som EBITDA-resultat framgent. Med en applicerad mål-multipel om EV/EBITDA 8,5x på nästa tolv månaders ("NTM") estimerat EBITDA-resultat om 66,3 MSEK, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 7,5 kr (8,6) i ett Base scenario.

#### ■ Den organiska tillväxten gör en stark comeback...

Under Q2-23 uppgick nettoomsättningen till 165,6 MSEK (123,8), vilket motsvarade en total tillväxt på 33,8 % och en organisk tillväxt om 19,9 %. Utfallet översteg våra prognoser med 3,8 %, där framför allt den organiska tillväxten stod ut. Den starka tillväxten är ett resultat av de flertalet avtal - både direktaffärer och prenumerationsaffärer - som Bolaget ingick mellan slutet av Q4-22 och Q1-23. Avtalsvärdet uppgick till 392 MSEK i slutet av Q2-23, vilket motsvarar en Q-Q på 3,2 %, och signalerar fortsatt tillväxtpotential under H2-23. Bolagets nedjusterade omsättningsprognos för 2023 - från 650 MSEK till minst 600 MSEK - bedömer Analyst Group som en försiktighetsåtgärd i ljuset av det nuvarande marknadsläget, men anser samtidigt att det kan vara något konservativt. Däremot har den signifikanta nedjusteringen dock föranlett en revidering av våra omsättningsestimater.

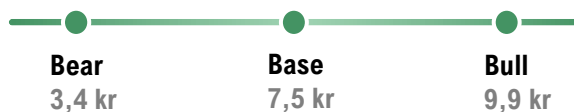
#### ...men på bekostnad av EBITDA-marginalen

Genom att flera större avtal sluts under en kort period medförs ökade kostnader, dels ökade COGS hänfört till en högre andel direktaffärer bestående av hårdvara, dels OPEX i form av implementationskostnader avseende prenumerationsavtal. Kombinationen av dessa resulterade i ett EBITDA-resultat om 7,8 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal 4,7 %, vilket motsvarade en sekventiell försämring (från 8,5 MSEK & 5,9 %) samt lägre än vad Analyst Group estimerat (12 MSEK & 7,6 %). Frånvaron av större implementationskostnader, aktivering av pågående prenumerationsaffärer samt fortsatt synergiutvinning talar för ett starkare H2-23, men givet utfallet under kvartalet har vi valt att revidera ned våra EBITDA-estimater.

#### ■ Reviderat värderingsintervall

Lönsamhetsmässigt har Qlosr levererat under våra estimater under det första halvåret 2023. Det är däremot tydligt att Qlosr lagt grunden för en stark försäljningstillväxt framgent, vilket speglas i den goda utvecklingen avseende avtalsvärdet sedan Q4-22. Däremot har det påverkat EBITDA-resultatet i en större utsträckning än vad Analyst Group förväntat, primärt hänfört till högre COGS än estimerat. Detta, i kombination med Bolagets nedjusterade omsättningsprognos samt reviderade mål avseende framtida andel prenumerationsintäkter<sup>1</sup>, har medfört ett reviderat värderingsintervall i samtliga scenarion.

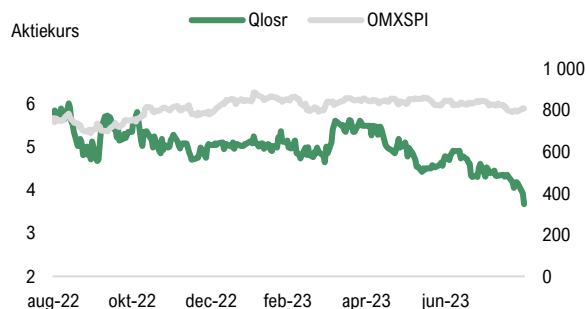
#### VÄRDERINGSINTERVALL



#### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-08-30)	3,67
Antal Aktier (st.)	57 864 090
Market Cap (MSEK)	212,4
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	148,3
Enterprise Value (MSEK)	360,7
Lista	First North Stockholm
Kvartalsrapport 3 2023	2023-11-24

#### KURSUUTVECKLING



#### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS)

Qlosr Holding AB <sup>1</sup>	54,3 %
Lodet AB	5,9 %
Nordnet Pensionförsäkring	4,5 %
Andreas Hofman	3,6 %
Avanza Pension	2,4 %

Prognoser (MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>180,0</b>	<b>515,6</b>	<b>629,0</b>	<b>720,2</b>	<b>799,4</b>
Omsättningstillväxt	40,7%	186,5%	11,0% <sup>2</sup>	14,5%	11,0%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>264,2</b>	<b>318,7</b>	<b>357,7</b>
Bruttomarginal	47,2%	41,8%	42,0%	44,3%	44,8%
<b>EBITDA</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>46,2</b>	<b>70,2</b>	<b>85,9</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	4,2%	7,4%	9,8%	10,8%
P/S	1,2	0,4	0,3	0,3	0,3
EV/S	2,0	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	-63,5	9,8	7,8	5,1	4,2

<sup>1</sup> Från 60 % år 2024 till 46 % år 2026.

<sup>2</sup> Mer detaljer avseende ägarna ges under ledning och styrelseavsnittet.

<sup>3</sup> Utgår från estimerad proforma 2022.

## Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q2	3-6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8-9
Marknadsanalys	10-11
Finansiell Prognos	12-15
Värdering	16-19
Bull & Bear	20
VD-Intervju, Jonas Norberg	21
Ledning & Styrelse	22-23
Appendix	24-25
Disclaimer	26

### 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 skolsektorn 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

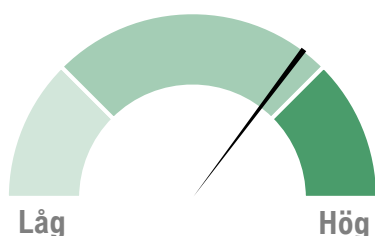
### ANALYTIKER

Namn Christoffer Jennel

Telefon +46 731 58 95 55

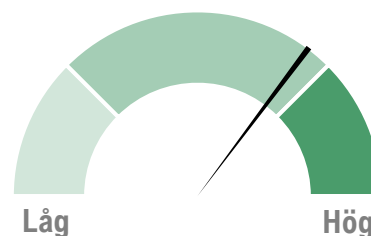
E-mail christoffer.jennel@analystgroup.se

### Värde drivare



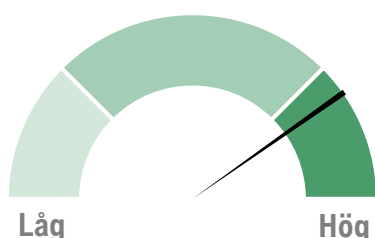
Qlosr har sedan år 2017 stuvat om sin affärsmodell och fokuserat på att skapa en prenumerationstjänst för öka andelen återkommande intäkter som är av högre lönsamhet. Genom att erbjuda en *One-Stop-Shop* inom IT-relaterade tjänster kan Qlosr tillföra funktionalitet som mindre leverantörer har svårt för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

### Lönsamhet



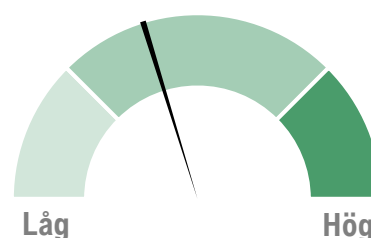
Qlosr har historisk uppvisat lönsamhet på sista raden, men där större investeringar i Bolagets plattform och kapacitet för att kunna *onboarda* fler och större kunder belastade resultatet under år 2020, varpå Qlosr redovisade förlust. Lönsamheten har därefter återigen återgått till positivt territorium och Bolaget uppvisade en justerad EBITDA-marginal om 7,1% år 2022. Med större investeringar gjorda och ökat fokus på prenumeraionsmodellen 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 har en historisk av att leverera starka fria kassaflöden. Kassen uppgick vid utgången av Q2-23 till 10,4 MSEK, samtidigt som de räntebärande skulderna uppgick till 158,7 MSEK, vilket innebär att nettoskulden har ökat sedan årsskiftet. Detta är primärt ett resultat av ett ökat rörelsekapital och den finansiella profilen förväntas förbättras under H2-23 i takt med att rörelsekapitalet konverteras till likvida medel. Konjunkturläget, konkurrensen på IT-marknaden och hanteringen av rörelsekapitalet 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.

**165,6 MSEK**  
NETTOOMSÄTTNING  
Q2-23

**1,4 %**  
ORGANISK TILLVÄXT  
I PRENUMERATIONS-  
AFFÄREN

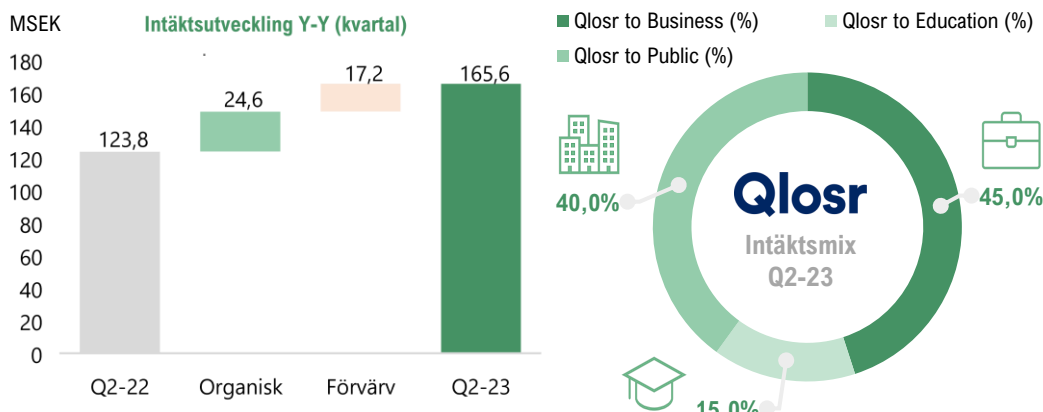
### Visar en stark organisk tillväxt

Under det andra kvartalet 2023 redovisade Qlosr en nettoomsättning om 165,6 MSEK (123,8), motsvarande en total tillväxt om 33,8 % mot jämförbart kvartal föregående år, varav organisk tillväxt utgjorde 19,9 %. Utfallet i nettoomsättningen var 3,8 % högre än estimerat (159,6), och tillväxten kan tillskrivas de nya avtal som Bolaget tecknade i slutet av Q4-22 och inledningen av 2023. Avtalsvärdet ökade med ca 3,2 % Q-Q till 392 MSEK, motsvarande en årstakt om 12,6 %, vilket ger fortsatt stöd för en god organisk tillväxt under H2-23.

Prenumerationsintäkterna ökade organiskt med 1,4 % Y-Y och uppgick till 65,5 MSEK, men var samtidigt -0,6 % lägre Q-Q. Som vi skrev i samband till Q1-rapporten 2023 estimerade vi att de vunna volymaffärerna under Q1-23 inom offentlig sektor, vilka utgörs av en stor del hårdvara, skulle hålla nere tillväxten i prenumerationsintäkterna under år 2023, vilket vi nu under Q2-23 således kan bekräfta. Däremot har Qlosr potential att över tid omvandla volymaffärer till återkommande intäkter, även om dessa på kort sikt påverkar Bolagets andel återkommande intäkter.

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

Qlosrs intäktsmix, andel återkommande intäkter och intäktsutveckling Y-Y



Källa: Qlosr Group

### Kommunicerar nya finansiella mål fram till år 2026

I samband med Q2-rapporten kommunicerade Qlosr nya finansiella mål för år 2026. I nedan tabell redogörs målen samt de tidigare finansiella målen för år 2024 för att ge perspektiv:

Finansiella mål	År 2026	År 2024
Nettoomsättning	1,4 mdSEK	1,0 mdSEK
- Varav avtalsintäkter	650 MSEK (46 %)	600 MSEK (60 %)
EBITDA-marginal	>12 %	-
EBITA-marginal	>10 %	10-12 %
Organisk tillväxt	15-20 %	> 20 %

Målen bygger på att Qlosr under de kommande 12 månaderna kommer att ha en restriktiv förvärvsagenda, men kan återgå till en förvärvstakt i linje med 2022. Jämfört med Bolagets tidigare finansiella mål för 2024 kan Analyst Group konstatera att Qlosr har sänkt sina mål avseende andelen återkommande intäkter från 60 % till 46 %, trots att de nya målen sträcker sig ytterligare två år framåt. Vidare har Qlosr justerat ned Bolagets lönsamhetsmål, där Bolaget nu siktar på en EBITA-marginal på 10 % år 2026, jämfört med 10-12 % (genomsnitt 11 %) år 2024. Den organiska tillväxten har reviderats ned till intervallet 15-20 % från tidigare minst 20 % över en konjunkturcykel. Slutligen nämnde Bolaget inget om någon utdelningspolicy, trots tidigare kommunikation om att den skulle uppgå till 30 % av nettoresultatet<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Där Bolaget har kommunicerat att utdelningen ska vid varje tillfälle vägas mot Bolagets affärsmöjligheter

Analyst Group bedömer att Qlosrs val att revidera ned målen avseende organisk tillväxt beror på en ökad makroekonomisk osäkerhet. Den lägre guidningen för återkommande intäkter bedöms vara hänförlig till den framgång Qlosr har haft från Q4-22 till nu när det gäller volymaffärer. VD Jonas Norberg har tidigare talat om vikten av balans mellan direktaffärer och prenumerationsaffärer för att uppnå tillväxt och lönsamhet. Analyst Group tolkar de nya finansiella målen som att Qlosr kommer att premiera tillväxt framför återkommande intäkter och den högre lönsamhet som möjliggörs från prenumerationsaffären.

Vidare uppdaterades Bolagets guidning för år 2023, från 650 MSEK i nettoomsättning till "minst 600 MSEK" och från "över 7,1 %" till "över 7 %". Den nya guidningen exkluderar eventuella förvärv, och understiger våra helårsestimat om 651,6 MSEK, som också exkluderar eventuella förvärv. Som ett resultat av nedrevideringen i guidningen kommer vi att se över våra omsättningsestimater.

### Ökade direktaffärer och större implementationskostnader belastar bruttomarginalen

Under Q2-23 uppgick bruttomarginalen till 37,4 %, vilket var lägre än våra estimat om 43,8 % samt lägre sett till Q-Q (42,2 %) och Y-Y (44 %). Bakgrunden till den försämrade bruttomarginalen förklaras av en lägre andel prenumerationsintäkter och därmed en högre andel direktaffärer, bestående av en stor del hårdvaruförsäljning med en lägre underliggande lönsamhet, i kombination med tagna implementationskostnader i pågående projekt under kvartalet. Vi hade estimerat att Bolagets inflationsjusterade prenumerationsavtal och de skalfördelar som Qlosrs centrala logistikcenter har skulle motverka en större nedgång i bruttomarginalen, men efter Q2-rapporten kan vi nu konstatera att vi överskattade den effekten. Vidare var nedgången i prenumerationsintäkter (som andel av nettoomsättningen) högre än estimerat, vilket också påverkade diskrepansen mellan utfallet och våra estimat avseende bruttomarginalen då prenumerationsaffären är av högre underliggande lönsamhet. Då det tredje kvartalet är säsongsmässigt svagare och tenderar att medföra lägre konsultfakturering, vilka är av en högre marginal, kan vi komma att behöva justera ned våra estimat avseende bruttomarginalen givet utfallet under Q2-23.

### Svagare bruttomarginal än väntat medförde att EBITDA-resultat understeg våra estimat

EBITDA-resultatet för Q2-23 uppgick till 7,8 MSEK (7,5), vilket motsvarar en EBITDA-marginal om 4,7 %. Trots att Bolaget levererade en högre nettoomsättning än estimerat och ca -6 % lägre rörelsekostnader (exkl COGS), var EBITDA-resultatet ca -35 % lägre än estimerat (12,1 MSEK och 7,6 %). Detta beror uteslutande på den lägre än förväntade bruttomarginalen under kvartalet. Rörelsekostnader (SG&A) uppgick till 54,1 MSEK under Q2-23 (+3,2 % Q-Q), motsvarande en andel av nettoomsättningen om 32,6 %, en tydlig minskning jämfört med föregående kvartal (36,3 %) samt motsvarande kvartal föregående år (37,9 %), och visar en god operationell hävstång vid ökade volymer. Det bör även understrykas att Qlosr under kvartalet har haft ökade kostnader relaterat till implementeringen av större prenumerationsaffärer. Dessa kommer framöver att generera långsiktiga, återkommande intäkter. Intäkterna från dessa prenumerationsavtal fördelas linjärt över avtalens löptid och då de mest betydande kostnaderna redan har tagits i samband med avtalens start, förväntar vi oss en positiv inverkan på lönsamheten i kommande kvartal.

Vi estimerar därmed att Qlosr kommer leverera ett starkare EBITDA-resultat under H2-23 jämfört med H1-23, givet frånvaron av större implementationskostnader som belastat H1-23 i kombination med uttrullningarna av implementerade prenumerationsaffärer samt fortsatt synergiutvinning. Däremot förväntar vi oss att göra vissa nedrevideringar avseende EBITDA-resultatet, dels relaterat till den sänkta omsättningsguidningen, dels den lägre uppvisade bruttomarginalen än väntat under kvartalet.

37,7 %  
BRUTTO-  
MARGINAL

4,7 %  
EBITDA-  
MARGINAL

<sup>1</sup> Målet var att leverera en förbättrad EBITDA-marginal än år 2022, vilken uppgick till 7,1 % (justerad).

## Fortsatt lageruppbbyggnad och implementationskostnader belastade kassan

Vid utgången av Q2-23 uppgick kassan till 10,4 MSEK, motsvarande en minskning om -24,8 MSEK jämfört med föregående kvartal. Detta kan främst tillskrivas av en ökad kapitalbindning genom fortsatt lageruppbbyggnad och ökning av fordringar under kvartalet, som ett resultat av den starka tillväxten i avtalsvärde sedan årsskiftet. Vidare har Qlosr erlagt en mindre tilläggsköpeskillning om -1,2 MSEK samt amorterat på upptagna lån med -2,9 MSEK, vilka också har belastat kassan under Q2-23. Det fria kassaflödet uppgick till -22,2 MSEK, vilket innebär att Qlosr under H1-23 uppvisar negativa fria kassaflöden om -30,2 MSEK, vilket motsvarar en väsentlig försämring mot år 2022 då Qlosr under motsvarande period genererade ett positivt kassaflöde om ca 39 MSEK. Analyst Group estimerar att Qlosr kommer att dra nytta av den starka orderingången och de genomförda implementationsprojekten i form av ett betydligt förbättrat kassaflöde under andra halvåret 2023 i takt med ett minskat varulager och indrivning in utestående fordringar.

Analyst Group anser dock att kassan har minskat i alltför snabb takt, cirka 36 MSEK på två kvartal, och att Qlosr framöver behöver förbättra hanteringen av rörelsekapitalet, till exempel genom bättre kredittider mot leverantörer och kunder, för att undvika att behöva använda den befintliga checkräkningskrediten<sup>1</sup>, även om den ger Bolaget större rörelsefrihet. Fler tilläggsköpeskillningar är att vänta, ytterligare volymaffärer är sannolika och om Bolaget därutöver ska ha utrymme för förvärv för att nå de nya finansiella målen behövs en lägre kapitalbindning i rörelsen framgent.

Nettoskudsättningen ökade under kvartalet till cirka 148 MSEK, vilket främst beror på den minskade kassan, medan de räntebärande skulderna var ungefär i linje med föregående kvartal om ca 159 MSEK. Analyst Group estimerar att Qlosr kommer att minska nettooskudsättningen under kommande kvartal, givet tidigare resonemang, och att Qlosr kan återuppta den goda trenden i det fria kassaflöde som Bolaget uppvisade under år 2022 under kommande kvartal.

**Sammanfattningsvis** anser Analyst Group att Qlosr visade en imponerande organisk tillväxt under kvartalet, över våra estimat, men att implementationsprojekten och de ökade direktaffärerna under kvartalet hade en större negativ inverkan på EBITDA-resultatet än väntat. Bolagets nya guidning för 2023 i kombination med det lägre EBITDA-resultatet än väntat innebär att vi kommer att justera våra estimat för Qlosr Group.

Överblick: Utfall vs estimat			
MSEK	Q2-23A	Q2-23E	%
<b>Nettoomsättning</b>	<b>165,6</b>	<b>159,6</b>	<b>3,8%</b>
Bruttoresultat	61,9	69,9	-11,4%
Bruttomarginal	37,4%	43,8%	-6,4%
SG&A	-54,1	-57,7	-6,3%
<b>EBITDA</b>	<b>7,8</b>	<b>12,1</b>	<b>-35,4%</b>
EBITDA-marginal	4,7%	7,6%	-2,9%

<sup>1</sup> Uppgående till ca 43 MSEK.

## Estimatförändringar

MSEK	Nya estimat			Tidigare estimat			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>629,0</b>	<b>720,2</b>	<b>799,4</b>	<b>651,6</b>	<b>736,3</b>	<b>810,0</b>	-3%	-2%	-1%
Bruttoresultat	264,2	318,7	357,7	288,3	335,8	372,6	-8%	-5%	-4%
Bruttomarginal	42,0%	44,3%	44,8%	44,3%	45,6%	46,0%	-5%	-3%	-3%
<b>EBITDA</b>	<b>46,2</b>	<b>70,2</b>	<b>85,9</b>	<b>57,3</b>	<b>78,4</b>	<b>93,1</b>	-19%	-10%	-8%
EBITDA-marginal	7,4%	9,8%	10,8%	8,8%	10,7%	11,5%	-1%	-1%	-1%

## Överblick över Qlosr:s Q2-rapport

Viktiga nyckeltal från senaste rapporten.

Qlosr

Q2-23

in a nutshell

**-22,2 MSEK**

Fritt kassaflöde, Q2-23

**+5,3 %**

Organisk tillväxt Y-Y

**5,9 %**

EBITDA-marginal

**392 MSEK**

Avtalsvärde, Q2-23

**+3,2 %**

Tillväxt i avtalsvärde Q-Q

**10,4 MSEK**

Kassa, Q2-23

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. Med applicerad målmultipel om EV/EBITDA 8,5x på nästa tolv månaders (NTM) estimerade EBITDA om 66,3 MSEK härleds ett potentiellt värde per aktie om 7,5 kr (8,6), vilket även stöds av upprättad DCF.

### Konjunkturlägeskänslig och fragmenterad marknad kan hämma tillväxten

IT-marknaden är i regel konjunkturlägeskänslig där ett mindre gynnsamt konjunkturläge får en generell 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



## FÖRVÄRV SKA ACCELERERA TILLVÄXTEN

66,3 MSEK  
NTM EBITDA

## 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.

**<sup>1</sup>Finansiella mål  
till år 2026**Tillväxt: 15-20 %/år<sup>2</sup>

Omsättning: 1,4 mdSEK

650 MSEK i avtalsintäkter  
(46 %)

EBITDA-marginal: 12 %

EBITA-marginal: 10 %

**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, vilket är en andel som Qlosr avser att upprätthålla framgent. Vidare har Qlosr som målsättning<sup>1</sup> att omsätta 1,4 mdSEK inom år 2026, 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.

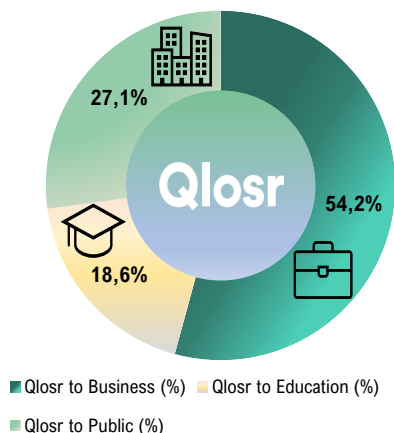
**Strategiska utsikter**

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.

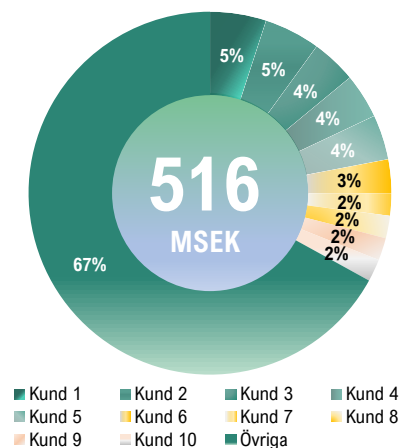
<sup>2</sup> Avser organisk tillväxt, över tid.



## 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

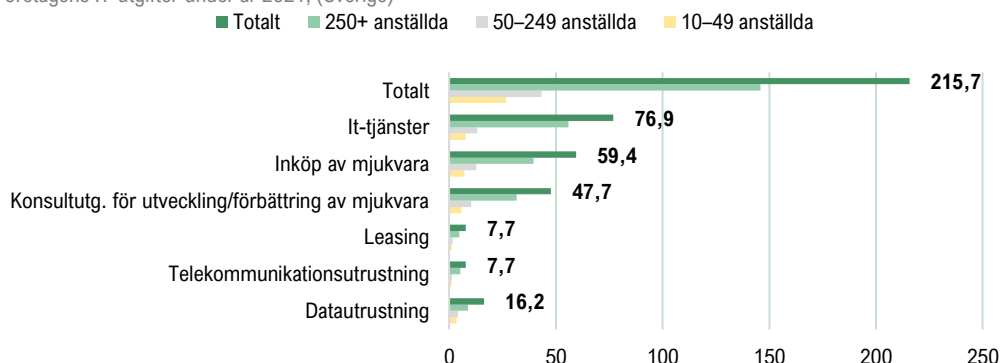
Sverige utgör ca 40 % av den nordiska IT-marknaden, följt av Danmark, Norge och Finland, i kronologisk ordning. Den nordiska IT-tjänstemarknaden estimeras av IDC (International Data Corporation) växa från 24,4 mdUSD under år 2018 till 29,5 mdUSD under år 2023, motsvarande en årlig tillväxttakt om 3,2 %. 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)



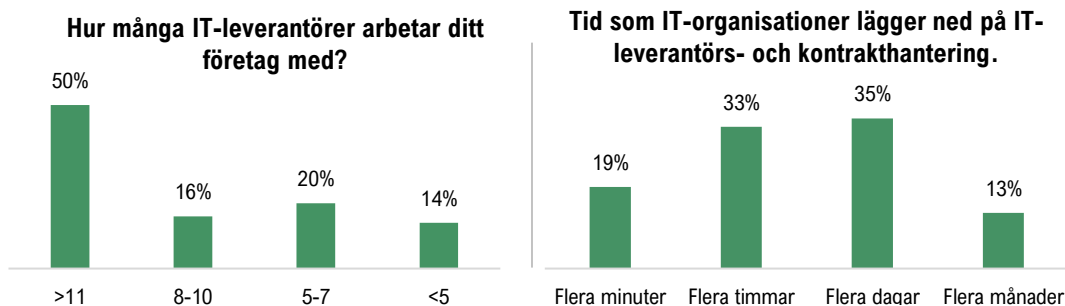
Källa: SCB, 2023

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:

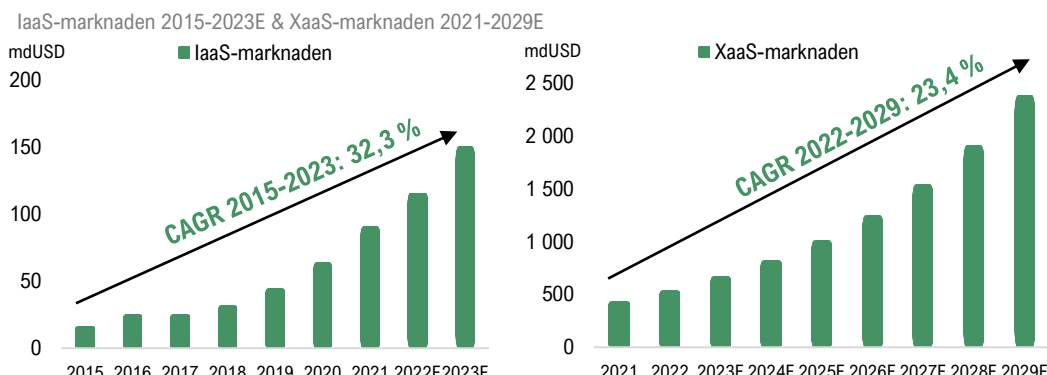


Förvärvstrenden inom den svenska IT-marknaden har varit stark de senaste åren, och enligt Radar Group (2022) har konsolideringsvågen flyttat ned i företagsstorlekar då de flesta stora och mellanstora aktörer redan är eller har varit i transaktionsprocesser. Bristen på kompetens inom branschen har även 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 verksamma 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

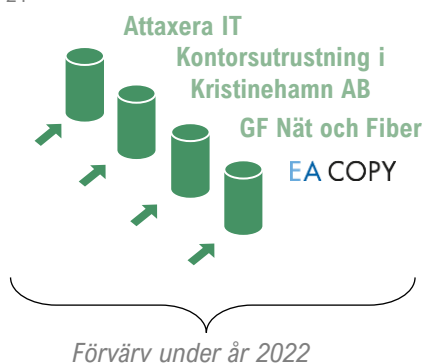
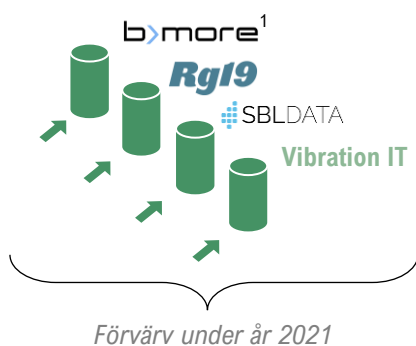
## Omsättningsprognos 2023-2025

Sedan år 2017 har Qlosr fokuserat på att paketera IT-lösningar i enlighet med en prenumerationsmodell som innebär att Bolagets kunder, istället för att köpa enskilda produkter och sedan göra avrop av konsulttimmar på löpande räkning, kan skala upp och ned från tjänstepaketeringen utifrån eget behov. Bolaget erhåller ännu intäkter från kunder som köper produkter och tjänster löpande mot direktfaktura, något som dock väntas minska framgent. Sedan implementeringen av prenumerations-tjänster 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 prenumerationsmodell förutsättningar för fortsatt tillväxt och förutsägbara kassaflöden. Detta eftersom Bolagets prenumerationsmodell möjliggör för Qlosr att växa tillsammans med sina kunder i takt med att fler användare ansluts till Bolagets prenumerations-tjänst, 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 införsäljningsströklarna 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 prenumerations-tjänsten, dels genom att kunderna adderar ytterligare IT-tjänster, i takt med att företagen växer. Den ständigt föränderliga tekniska utvecklingen, t.ex. det ökade användande av molntjänster 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.

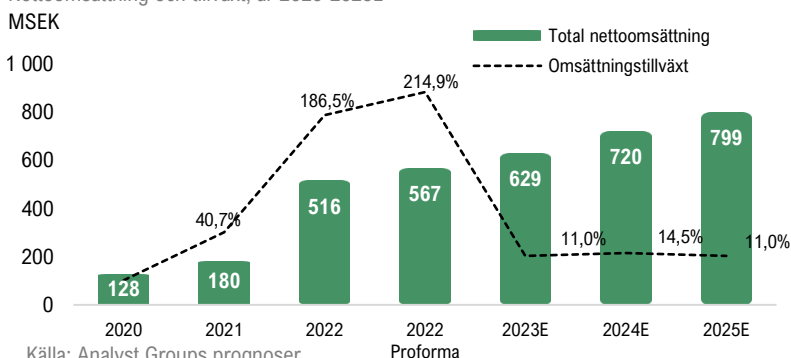
Pandemin har accelererat den digitala omställningen och skolor är inget undantag, varför flera interna processer inom skolväsendet har och kommer att fortsätta behövas digitaliseras. Med förvärvet av Bmore IT och systerbolaget IT-Finansiering i Väst kan Qlosr även bearbeta den offentliga sektorn, vilket 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 ett 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 intjänings-potential 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 Q2-23 uppgick till 392 MSEK, vilket lägger en solid grund för fortsatt stark organisk tillväxt under dels år 2023, dels under den resterande prognosperioden. För helåret 2023 guidar Qlosr för minst 600 MSEK i nettoomsättning, vilket Analyst Group bedömer är något konservativt givet vad Bolaget har levererat YTD (310,1 MSEK). Guidningen var däremot en nedrevidering från Q1-23 då Bolaget guidade för minst 650 MSEK, vilket Analyst Group tolkar som en ökad osäkerhet till följd av det försämrade marknadsläget. För år 2023 estimeras nettoomsättningen uppgå till 629 MSEK (651,6), motsvarande en tillväxt om 11 % från estimerad nettoomsättning (proforma) år 2022, vilket innebär en mindre nedrevidering från tidigare estimat. Vi har även sänkt våra estimat avseende andelen prenumerationsintäkter under prognosperioden givet dels utfallet YTD, dels Qlosr nya uppdaterade finansiella mål till år 2026, vilka indikerar en lägre andel än vad Bolaget har haft som målsättning tidigare år. Qlosr estimeras uppvisa en årlig tillväxt (CAGR) i nettoomsättning om 15,7 % 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.

## Tillväxt-på-tillväxt strategin, ökad korsförsäljning och snabb integrering av förvärvade bolag medför goda tillväxtutsikter.

Nettoomsättning och tillväxt, år 2020-2025E



Källa: Analyst Groups prognoser

Intäktsmix, MSEK	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Återkommande intäkter	92,4	240,3	264,2	316,9	359,7
Andel	51,4%	46,6%	42,0%	44,0%	45,0%
Ej återkommande intäkter	87,5	275,3	364,8	403,3	439,7
<b>Nettoomsättning</b>	<b>180,0</b>	<b>515,6</b>	<b>629,0</b>	<b>720,2</b>	<b>799,4</b>

### 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.

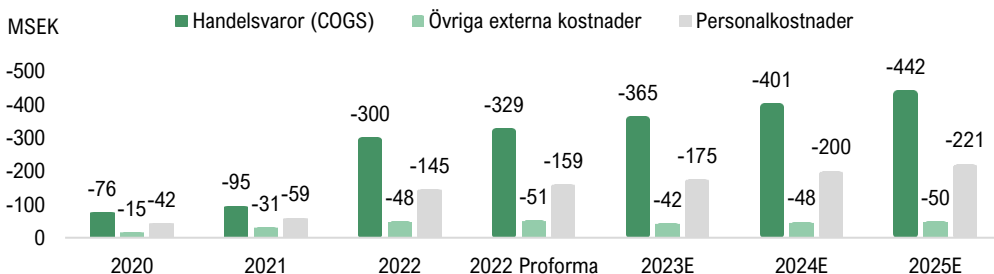
Genom att Qlosr ges tillgång till nya kundbaser via förvärven där strategin är att koppla på prenumerations-tjänsten successivt antar vi dock att bruttomarginalen kan stärkas framgent för att år 2025 uppgå till ca 45 %. Förvärven medför även att Qlosr kan kontrollera hela leveranskedjan vilket effektiviserar 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 42 %, 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 (44,3 %), vilket hänförs till en högre andel direktaffärer och implementationskostnader från vunna prenumerationsavtal under Q1-23 än tidigare estimerat, vilket således innebär en lägre andel prenumerationsintäkter.

Vid utgången av Q2-23 hade Qlosr 176 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 övergick ett flertal konsulter till Bolaget, vars löner tidigare upptogs under övriga externa kostnader, till fast anställning, och under H1-23 uppgick andelen till 28 %, trots en tillväxt i nettoomsättningen om ca 27 % Y-Y. 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 175,5 MSEK, motsvarande en ökning om 10,7 % Y-Y och en andel om ca 28 % 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 6,7 % av omsättningen och 6,6 % 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

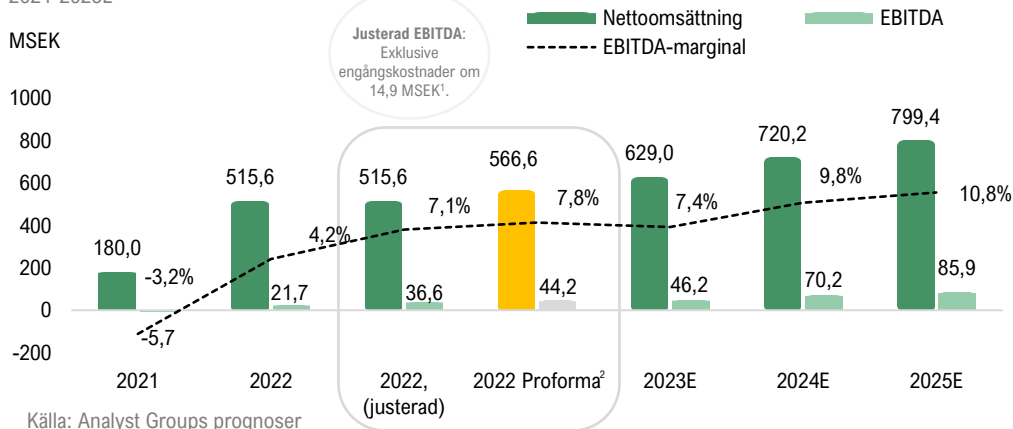
För kunna *onboarda* nya och större kunder har Qlosr genomfört större investeringar i såväl plattformen som i kapacitet de senaste tre åren. Detta, i kombination med att en större del av försäljningen estimeras ske på prenumeration, väntas enligt Analyst Group ligga till grund för en marginalexpansion 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, 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 såväl Q1-23 som Q2-23 understeg våra estimat, vilket hänfördes till större än väntade implementationskostnader för tagna prenumeraitionsaffärer och ökad andel direktaffärer. Analyst Group estimerar ett starkare H2-23 rent lönsamhetsmässigt jämfört med H1-23, givet frånvaron av större implementationskostnader i kombination med utrullningarna av igångsatta prenumerationstjänster samt fortsatt synergiutvinning. Däremot bedömer vi att Qlosr får svårt att uppnå våra tidigare estimat avseende EBITDA-resultatet (57,3 MSEK) givet utfallet under H1-23 som har påverkats av ovannämnda faktorer. För år 2023 har därför estimerat EBITDA-resultat reviderats ned till 46,2 MSEK, motsvarande en EBITDA-marginal om 7,4 % (tidigare 8,8 %).

**7,4 %**  
EBITDA-  
MARGINAL  
2023E

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

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



Base scenario MSEK	2020	2021	2022	2022 Proforma	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	113,0	143,3	478,8	566,6	594,4	687,8	767,4
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	32,4	32,0
<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>720,2</b>	<b>799,4</b>
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-299,8	-328,5	-364,8	-401,5	-441,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,4</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>238,1</b>	<b>264,2</b>	<b>318,7</b>	<b>357,7</b>
Bruttomarginal	41,0%	47,2% <sup>3</sup>	41,8%	42,0%	42,0%	44,3%	44,8%
Justerad bruttomarginal			44,0% <sup>1</sup>	44,0% <sup>1</sup>			
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-41,8	-47,5	-49,6
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-175,5	-200,2	-221,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,7	-0,8
<b>EBITDA</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>27,4</b>	<b>46,2</b>	<b>70,2</b>	<b>85,9</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	7,4%	9,8%	10,8%
<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>46,2</b>	<b>70,2</b>	<b>85,9</b>
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% <sup>3</sup>	7,1% <sup>1</sup>	7,8% <sup>1</sup>	7,4%	9,7%	10,8%
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>-19,2</b>	<b>0,4</b>	<b>12,8</b>
EBIT-marginal	-3,6%	-6,1%	-7,6%	-8,1%	-3,1%	0,1%	1,6%

<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)

1,3 %  
Omsättningstillväxt16,1 %  
EBITDA-marginal14,5 %  
Omsättningstillväxt12,4 %  
EBITDA-marginal25,1 %  
Omsättningstillväxt12,4 %  
EBITDA-marginal11,2 %  
Omsättningstillväxt19,3 %  
EBITDA-marginal20,2 %  
Omsättningstillväxt3,8 %  
EBITDA-marginal24,9 %  
Omsättningstillväxt9,4 %  
EBITDA-marginal23,3 %  
Omsättningstillväxt13,7 %  
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 tillverknings. Bolaget hjälper kunder på global nivå att hantera, integrera och leda dess organisations IT-miljöer, genom att tillhandahålla digitala arbetsplats-tjänster. 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-infrastruktur-lösningar 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 försvars-industrin, finans, media och telekom.

R12	Qlosr	TietoEvry	B3 Consulting	CAG Group	Atea	CGI	Proact IT	Itera	Genomsnitt, Peers	Median, Peers
Omsättningstillväxt Y-Y	61,1% <sup>1</sup>	1,3%	14,5%	25,1%	20,2%	11,2%	24,9%	23,3%	17,2%	20,2%
Bruttomarginal	39,8%	82,5%	30,2%	66,4%	19,2%	21,3%	22,4%	93,6%	47,9%	30,2%
EBITDA-marginal	6,6% <sup>2</sup>	16,1%	12,4%	12,4%	3,8%	19,3%	9,4%	13,7%	12,4%	12,4%
Soliditet	10,3%	45,0%	32,0%	49,0%	23,0%	51,0%	23,0%	23,0%	35,1%	32,0%
Nettoskuld/EBITDA	3,9	1,6	0,4	-0,2	0,0	0,8	0,4	0,2	0,5	0,4
Skuldsättningsgrad	8,7	1,2	2,1	1,0	3,4	1,0	3,3	3,3	2,2	2,1
Omsättningshastighet	1,2	0,9	2,1	1,6	2,8	0,9	1,2	2,6	1,7	1,6
EV/EBITDA	9,4	8,1	6,2	6,9	7,6	12,9	4,7	9,5	8,0	7,6
EV/S	0,6	1,3	0,8	0,9	0,3	2,5	0,4	1,3	1,1	0,9
P/S	0,4	1,1	0,7	0,9	0,3	2,3	0,4	1,3	1,0	0,9
Marknadsvärde MSEK	212	39 098	854	771	15 118	263 764	1 994	1 093	46 099	1 994

<sup>1</sup> Den organiska tillväxten LTM har Analyst Group estimerat till ca 13 %.

<sup>2</sup> Justerad EBITDA.



## Värdering av Qlosr: Relativvärdering

Bolag <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	31 248	40 064	1,2x	1,1x	1,1x	7,0x	6,5x	6,5x	2,1%	0,1%	17,6%	16,6%	17,2%	16,6%
Consulting	851	935	0,8x	0,7x	0,7x	7,2x	6,0x	5,3x	6,7%	3,7%	13,8%	11,0%	12,4%	12,7%
CAG Group	742	721	0,8x	0,8x	0,7x	7,1x	6,5x	6,2x	8,0%	7,0%	11,9%	11,4%	12,0%	11,6%
Atea	15 119	16 716	0,4x	0,4x	0,4x	7,8x	7,1x	6,4x	8,5%	11,8%	5,6%	5,6%	5,8%	6,1%
CGI Inc	232 852	251 443	2,2x	2,1x	2,0x	11,0x	10,4x	9,9x	7,0%	7,1%	19,9%	19,7%	20,0%	20,0%
Proact IT	2 016	2 233	0,5x	0,5x	0,4x	4,8x	4,3x	4,1x	2,3%	5,0%	9,9%	9,8%	10,6%	10,7%
Itera	1 094	1 113	1,3x	1,1x	n.a.	9,1x	8,0x	n.a.	13,7%	11,8%	14,8%	14,3%	14,3%	n.a.
Maximum	232 852	251 443	2,2x	2,1x	2,0x	11,0x	10,4x	9,9x	13,7%	11,8%	19,9%	19,7%	20,0%	20,0%
75th														
Percentile	23 183	28 390	1,2x	1,1x	1,0x	8,4x	7,5x	6,5x	8,2%	9,4%	16,2%	15,4%	15,7%	15,6%
Median	2 016	2 233	0,8x	0,8x	0,7x	7,2x	6,5x	6,3x	7,0%	7,0%	13,8%	11,4%	12,4%	12,1%
Mean	40 560	44 746	1,0x	1,0x	0,9x	7,7x	7,0x	6,4x	6,9%	6,7%	13,4%	12,6%	13,2%	13,0%
25th														
Percentile	973	1 024	0,6x	0,6x	0,5x	7,1x	6,2x	5,5x	4,5%	4,3%	10,9%	10,4%	11,3%	11,0%
Minimum	742	721	0,4x	0,4x	0,4x	4,8x	4,3x	4,1x	2,1%	0,1%	5,6%	5,6%	5,8%	6,1%
<b>Qlosr Group</b>	<b>212</b>	<b>361</b>	<b>0,6x</b>	<b>0,5x</b>	<b>0,5x</b>	<b>7,8x</b>	<b>5,1x</b>	<b>4,2x</b>	<b>15,7%</b>	<b>32,9%</b>	<b>7,1%</b>	<b>7,4%</b>	<b>9,8%</b>	<b>10,8%</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-multiplikation.

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 något lägre än peers år 2025. Att ungefär hälften av Qlosrs intäkter är av återkommande karaktär (44 %) 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.

Under H1-23 har Qlosr haft ökade kostnader, på såväl OPEX-nivå som COGS-nivå, relaterat till de flertalet större volym- och prenumerationsaffärerna som Bolaget säkrade under Q4-22 och Q1-23. Affärerna lägger en solidare grund för en fortsatt stark omsättningstillväxt över tid, däremot medför de kortsiktigt ökade kostnader relaterat till implementering av dessa projekt samtidigt som en större andel direktaffärer driver högre COGS och därmed en lägre bruttomarginal. Dessa extra kostnader har varit bidragande, dock ej primära, orsaker till att Qlosr har levererat ett lägre EBITDA-resultat under H1-23 än estimerat. Av denna anledning estimeras H2-23 bli "ovanligt" framtungt, där ca 65 % av 2023 års estimerade EBITDA-resultat förväntas tillfalla, men samtidigt inte "ovanligt" framtungt avseende EBITDA-resultatet i absoluta tal då H1-23 belastas av en kortsiktigt försämrade intäktsmix och ökade implementationskostnader. Liknande utveckling estimeras även utspelas avseende kassaflödet, vilket har belastats under H1-23 drivet av det ökade rörelsekapitalet som krävs för att hantera den ökade tillväxten. Under H2-23 förväntas därmed Qlosr kunna generera starka kassaflöden i takt med att rörelsekapitalet konverteras till likvida medel. På grund av dessa anledningar har Analyst Group valt att värdera Qlosr baserat på de kommande tolv månadernas ("NTM") EBITDA, vilket anses ge en mer rättvisande bild av Qlosrs finansiella prestation enligt Analyst Group.

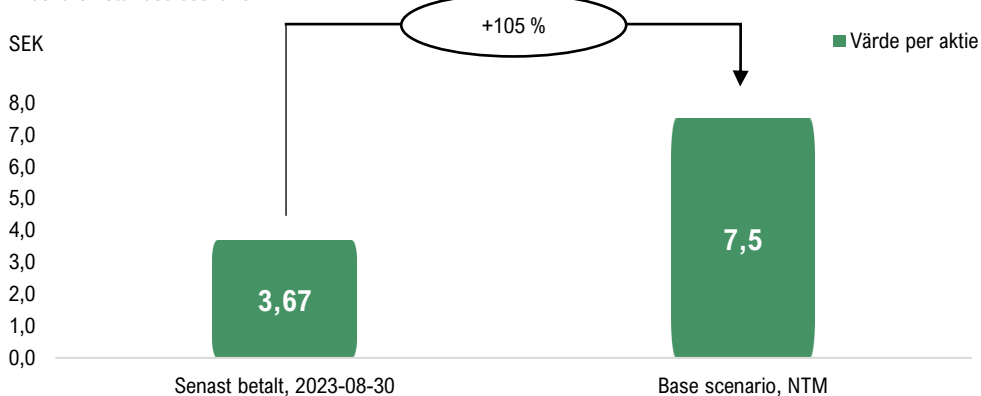
<sup>1</sup> Peer-data är hämtat från TIKR.

**7,5 KR**  
PER AKTIE PÅ 2023  
ÅRS PROGNOSEN  
(BASE)

Peer-gruppen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA-multipel om 7,7x på 2023 års estimat (median 7,2) och 7,0x (median 6,5x) på 2024 års estimat, samtidigt som Qlosr värderas till 7,8x givet Analyst Groups estimat för år 2023 och 5,1x på 2024 års prognos. 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 8,5x på estimerat EBITDA-resultat för NTM om 66,3 MSEK härleds ett potentiellt bolagsvärde om 563 MSEK och efter avdrag av estimerad nettoskuld motiveras en aktiekurs om 7,5 kr (8,6) i ett Base scenario, vilket innebär en nedrevidering jämfört med tidigare uppdatering, hänfört till ett lägre estimerat EBITDA-resultat och nettoomsättning, en lägre estimerad andel prenumerationsintäkter samt en mindre multipelkontraktion bland jämförelsebolagen.

**I ett Base scenario motiveras en aktiekurs om 7,5 kr (8,6), givet de kommande tolv månadernas ("NTM") EBITDA och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 8,5x.**

Aktiekurs i ett Base scenario.



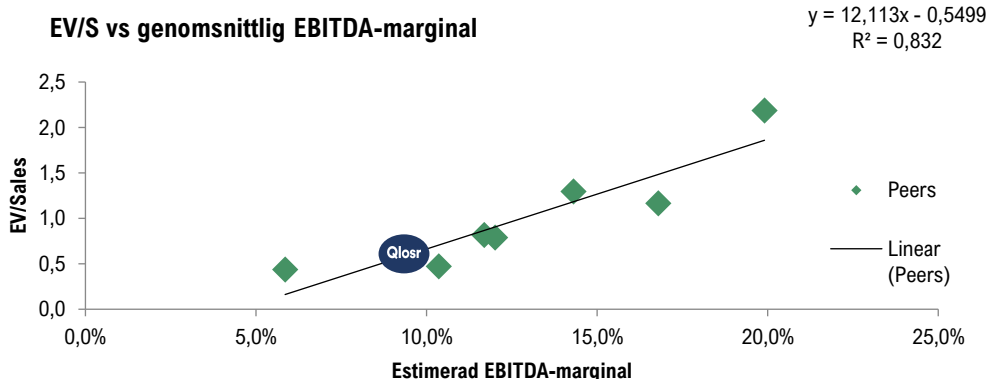
Källa: Analyst Groups prognoser

## 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 0,58x för år 2023, vilket skulle motsvara en aktiekurs om 4,05 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.

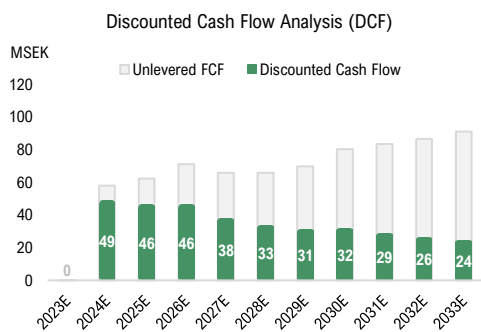
Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

### 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 12,2 %, där vi använder 2022 års estimerade proformasiffror. Vidare estimeras Qlosr expandera Bolagets EBITDA-marginal från 7,4 % år 2023 till 10,2 % under år 2025. Under normaliseringsperioden estimeras 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 12,0 %, till följd av en viss prispress från konkurrenter. Vi har diskonterat de framtida fria kassaflödena med en WACC om 13,6 %, vilket härleder ett DCF-värde om 7,3 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 7,7 kr per aktie, allt annat lika. Justeringar i EBITDA-marginalen påverkar aktiekursen i större utsträckning, där exempelvis en långsiktig EBITDA-marginal om 14,0 % hade motiverat en aktiekurs om 8,1 kr, allt annat lika.

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

Känslighetsanalys Qlosr

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

DCF Input	
Nettoomsättning, CAGR 2022-2025E	12,2%
Nettoomsättning, CAGR 2025-2028E	5,3%
Nettoomsättning, CAGR 2028-2033E	5,0%
EBITDA, CAGR 2022-2025E	32,9%
EBITDA, CAGR 2025-2028E	12,4%
EBITDA, CAGR 2028-2033E	3,0%
Rörelsekapital (% Nettoomsättning, 2028-2033E)	3,2%
Capex (% av nettoomsättning, 2028-2033E)	2,4%
D&A (% av nettoomsättningen, 2028-2033E)	2,4%
Skattesats	20,6%
Terminal Value Assumptions	
Terminaltillväxt	2,0%
Långsiktig EBITDA-marginal	12,0%
Rörelsekapital (i % av nettoomsättning)	3,2%
D&A (i % av nettoomsättning)	2,2%
CAPEX (i % av nettoomsättning)	2,2%
Skattesats	20,6%
WACC Assumptions	
Risikfri ränta	2,5%
Marknadsriskpremie	5,6%
Levered Beta	1,3
Small-Cap Risk Premium	3,8%
Company Specifik Risk Premium	5,7%
Cost of Equity	19,1%
Target Debt/(Debt+Equity)	40,8%
<b>WACC</b>	<b>13,6%</b>
Valuation Summary	
PV Estimerad period (2023-2025E)	95 331
PV Normaliserad period (2027-2033E)	259 771
Terminalvärde (tSEK)	214 461
<i>Terminalvärde i % av Enterprise Value</i>	<i>37,7%</i>
<b>Total Enterprise Value (tSEK)</b>	<b>569 564</b>
Nettoskuld, Q2-23 (tSEK)	148 295
Equity Value (tSEK)	421 269
Antal aktier (i tusental)	57 864
<b>Equity Value Per Share</b>	<b>7,3</b>

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

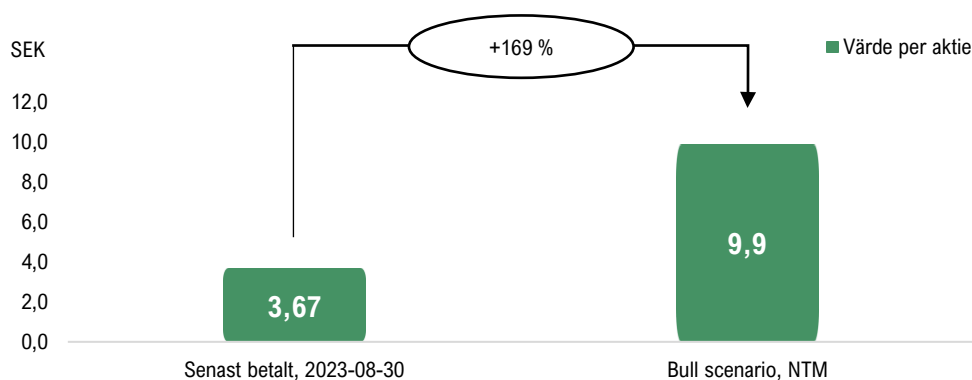
### Bull scenario

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 9,0x och givet estimerat EBITDA-resultat NTM om 75,2 MSEK motiveras ett potentiellt värde per aktie om 9,9 kr (10,9).

**9,9 KR**  
PER AKTIE PÅ NTM-  
ESTIMAT (BULL)

**I ett Bull scenario motiveras en aktiekurs om 9,9 kr (10,9), givet de kommande tolv månadernas ("NTM") EBITDA och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 9x.**

Aktiekurs i ett Bull scenario.



Källa: Analyst Groups prognoser

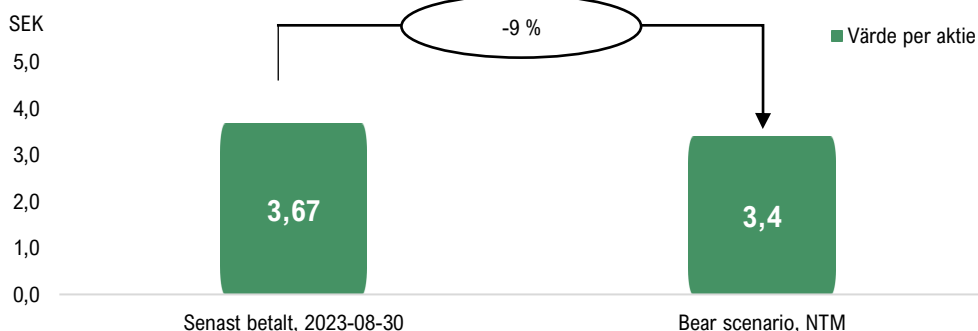
### Bear scenario

I ett Bear scenario väntas Qlosr möta svårigheter att sälja sin prenumerationstjänst där den fragmenterade IT-marknaden, som leder till hög prispress, gör att andra aktörer som kan erbjuda lägre priser premieras. Fler aktörer väntas därtill börja erbjuda helhetslösningar på prenumeration mot b.l.a. SME-marknaden, likt Qlosr, vilket, i kombination med lägre andel återkommande intäkter och en högre andel direktförsäljning, innebär att Qlosr tappar marknadsandelar, med en lägre lönsamhet i rörelsen. Även om Bolaget historiskt har haft en låg *churn* kan det inte uteslutas i ett Bear scenario att Qlosr tappar kunder i en högre utsträckning framöver, där konkurrensen på marknaden kan bli mer påtaglig för Bolaget. Lägre omsättningstillväxt och lönsamhet än i Base scenario väntas bli en följd av detta och för NTM estimeras ett EBITDA-resultat om 48,6 MSEK. I ett Bear scenario appliceras en målmultipel om EV/EBITDA 7,0x och givet 2023 års estimerade EBITDA om 48,6 MSEK motiveras ett potentiellt värde per aktie om 3,4 kr.

**3,4 KR**  
PER AKTIE PÅ NTM-  
ESTIMAT (BEAR)

**I ett Bear scenario motiveras en aktiekurs om 3,4 kr (4,3), givet de kommande tolv månadernas ("NTM") EBITDA och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 7x.**

Aktiekurs i ett Bear scenario.



Källa: Analyst Groups prognoser



**Första halvåret för år 2023 har nu rapporterats och nettoomsättningen uppgår till 310 MSEK med en EBITDA-marginal om 5,3 %. Er guidning för helåret 2023 är en nettoomsättning om minst 600 MSEK med en EBITDA-marginal över 7 %. Hur skulle du vilja summera Qlosrs första halvår samt vad blir viktigt inom verksamheten för att leverera på er guidning givet att det tredje kvartalet är säsongsmässigt svagare?**

Vi följer ganska väl förra årets säsongsfördelning, så givet det ser det bra ut. Omsättningsmässigt ligger vi över planen och med de redan initierade aktiviteter på kostnadssidan så ser det fortsatt bra ut för lönsamheten.

**I ljuset av den betydande tillväxten avseende avtalsvärde under avslutningen av Q4-22 och genom Q1-23, noterades en mer modest avtalstillväxt under Q2-23, som dock fortfarande överträffade er prognos om en minst 10% årlig avtalstillväxt. Med beaktande av den reducerade affärsaktiviteten under de inledande månaderna av Q3, en period som traditionellt är säsongsmässigt svag, skulle jag vilja förstå: Anser ni detta vara en säsongsbunden variation, med en tendens för större transaktioner att avslutas under Q1, eller bör detta tolkas som en indikation på en avmattande marknadsdynamik?**

Nej, det handlar mer om att vi har ganska långa processer med nya kunder och nya avtal så ibland kommer dom stötvis. Dessutom är "onboarding" aktiviteterna stora och är det exceptionellt mycket större nya avtal så tar det också kraft och resurser från avslutsfaserna.

**Er kraftiga tillväxt i avtalsvärdet sedan slutet av 2022 gav stöd åt er starka organiska tillväxt under Q2-23, men har samtidigt medfört såväl ökade kostnaderna som ett stigande rörelsekapital, vilket tillsammans med utbetalade tilläggsköpeskillningar, har belastat er kassa under H1-23. Givet detta, hur ser ni på balansen mellan att investera i tillväxt och att upprätthålla en sund finansiell ställning? Hur resonerar ni kring att åta större volym- och prenumerationsaffärer om möjligheten dyker upp?**

Det är en viktig balansfråga. I första steget har vi mycket att hämta på att jobba ner behovet av rörelsekapital genom att se över allt från logistiken, villkor i kundledet men också i leverantörsledet. När vi gjort detta behöver vi balansera så att stora utrullningar planeras klokt och fördelas över tid.

**I samband med den senaste rapporten presenterade ni reviderade finansiella målsättningar fram till år 2026, däribland en förväntad nettoomsättning om 1,4 mdSEK och en EBITDA-marginal om 12 %. Skulle du kunna belysa resonemanget bakom dessa uppdaterade finansiella riktlinjer, särskilt med tanke på att ni tidigare hade målsättningar som sträckte sig fram till 2024?**

I stort handlar det om att den oro i omvärlden gjort att vi inte kan agera som planerat runt förvärv. Det behöver vi nu ta hänsyn till i de nya finansiella målen. Här räknar vi nu med att vi i mitten av 2024 skall kunna komma tillbaka till den förvärvstakt vi hade 2022.

**I mitten av Q2-23 offentliggjorde ni en betydande regional expansion inom segmentet Business, specifikt riktad mot SME-kunder, med igångsättning den 1 juni 2023. Skulle du kunna ge en uppdatering av hur denna strategiska satsning har utvecklats hittills?**

Den satsningen handlar om att vi via ett inkråm satt upp en egen organisation i GBG som uteslutande arbetar med Business erbjudandet. Satsningen har rivstartat och vi har med oss nya intäkter in från Inkråmet och vi har nya Workplacekunder som går igång redan i Oktober så den känns mycket rätt.



### 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.*



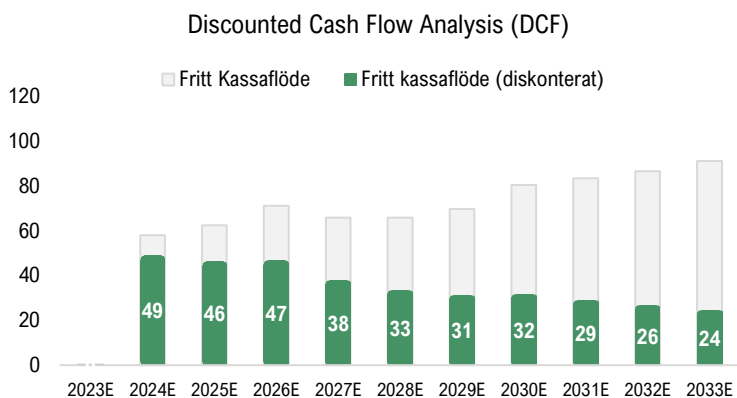
## David Karlsson, Styrelseledamot

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	594,4	687,8	767,4
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	32,4	32,0
<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>720,2</b>	<b>799,4</b>
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-299,8	-328,5	-364,8	-401,5	-441,7
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,4</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>238,1</b>	<b>264,2</b>	<b>318,7</b>	<b>357,7</b>
Bruttomarginal	41,0%	47,2% <sup>1</sup>	41,8%	42,0%	42,0%	44,3%	44,8%
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	-47,5	-49,6
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-175,5	-200,2	-221,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,7	-0,8
<b>EBITDA</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>27,4</b>	<b>46,2</b>	<b>70,2</b>	<b>85,9</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	7,4%	9,8%	10,8%
<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>46,2</b>	<b>70,2</b>	<b>85,9</b>
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% <sup>1</sup>	7,1% <sup>2</sup>	7,8% <sup>2</sup>	7,4%	9,7%	10,8%
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>-19,2</b>	<b>0,4</b>	<b>12,8</b>
EBIT-marginal	-3,6%	-6,1%	-7,6%	-8,1%	-3,1%	0,1%	1,6%

Base scenario Discounted Cash Flow Analysis (DCF)	Explicit prognosperiod			Normaliserad prognosperiod								Terminal Value
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	
<b>NOPAT</b>	<b>-19</b>	<b>0</b>	<b>10</b>	<b>18</b>	<b>70</b>	<b>78</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>85</b>	<b>88</b>	<b>93</b>	<b>0</b>
Plus: D&A	65	70	73	77	23	24	25	25	26	26	26	0
Less: CAPEX	22	22	23	24	25	26	26	26	26	26	26	0
Changes in NWC (Increase in NWC (-) / Decrease (+))	-24	10	2	1	-3	10	-9	-2	-2	-2	-2	0
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>58</b>	<b>62</b>	<b>71</b>	<b>66</b>	<b>66</b>	<b>70</b>	<b>80</b>	<b>83</b>	<b>87</b>	<b>91</b>	<b>93</b>
<b>Fritt kassaflöde (diskonterat)</b>	<b>0</b>	<b>49</b>	<b>46</b>	<b>47</b>	<b>38</b>	<b>33</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>29</b>	<b>26</b>	<b>24</b>	<b>215</b>

Base scenario (MSEK)	
WACC	13,6%
Nuvärde fria kassaflöden	355,2
Terminalvärde	214,5
<b>Enterprise Value</b>	<b>569,8</b>
Nettoskuld	148,3
<b>Equity Value</b>	<b>421,5</b>
Antal aktier ( i miljontal)	57,9
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>7,3</b>



<sup>1</sup> Justerat för den omställningskostnaden om 31,7 MSEK samt 11 MSEK relaterat till det omvända förväret 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



Bull scenario MSEK	2020	2021	2022	2022 Proforma	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	113,0	143,3	478,8	566,6	615,8	733,6	855,4
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	38,6	40,3
<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>772,2</b>	<b>895,7</b>
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-299,8	-328,5	-373,4	-426,6	-488,2
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,4</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>238,1</b>	<b>278,2</b>	<b>345,6</b>	<b>407,6</b>
Bruttomarginal	41,0%	47,2%	41,8%	42,0%	42,7%	44,8%	45,5%
Justerad bruttomarginal			44,0% <sup>2</sup>	44,0% <sup>2</sup>			
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-43,0	-48,6	-53,7
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-181,2	-213,1	-246,3
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>53,4</b>	<b>83,0</b>	<b>106,6</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	8,2%	10,8%	11,9%
<b>Justerat EBITDA-resultat</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,3<sup>1</sup></b>	<b>36,6<sup>2</sup></b>	<b>44,2<sup>2</sup></b>	<b>53,4</b>	<b>83,0</b>	<b>106,6</b>
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% <sup>1</sup>	7,1% <sup>2</sup>	7,8% <sup>2</sup>	8,2%	10,8%	11,9%
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>-12,3</b>	<b>12,5</b>	<b>32,5</b>
EBIT-marginal	-3,6%	-6,1%	-7,6%	-8,1%	-1,9%	1,6%	3,6%
<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	562,2	610,4	650,5
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	32,7	32,1	30,7
<b>Total nettoomsättning</b>	<b>127,9</b>	<b>180,0</b>	<b>515,6</b>	<b>566,6</b>	<b>595,0</b>	<b>642,6</b>	<b>681,1</b>
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-95,1	-299,8	-328,5	-348,1	-369,5	-389,6
<b>Bruttoresultat</b>	<b>52,4</b>	<b>84,9</b>	<b>215,7</b>	<b>238,1</b>	<b>246,9</b>	<b>273,1</b>	<b>291,5</b>
Bruttomarginal	41,0%	47,2% <sup>1</sup>	41,8%	42,0%	41,5%	42,5%	42,8%
Justerad bruttomarginal			44,0% <sup>2</sup>	44,0% <sup>2</sup>			
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-41,6	-43,7	-45,0
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-167,8	-181,2	-191,4
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,6	-0,7
<b>EBITDA</b>	<b>-4,1</b>	<b>-5,7</b>	<b>21,7</b>	<b>27,4</b>	<b>36,9</b>	<b>47,5</b>	<b>54,5</b>
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	6,2%	7,4%	8,0%
<b>Justerat EBITDA-resultat</b>	<b>-4,1</b>	<b>5,3<sup>1</sup></b>	<b>36,6<sup>2</sup></b>	<b>44,2<sup>2</sup></b>	<b>36,9</b>	<b>47,5</b>	<b>54,5</b>
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% <sup>1</sup>	7,1% <sup>2</sup>	7,8% <sup>2</sup>	6,2%	7,4%	8,0%
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>-28,0</b>	<b>-21,3</b>	<b>-17,1</b>
EBIT-marginal	-3,6%	-6,1%	-7,6%	-8,1%	-4,7%	-3,3%	-2,5%

<sup>1</sup> Justerat för den omställningskostnaden om 31,7 MSEK samt 11 MSEK relaterat till det omvända förväret 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.