

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.

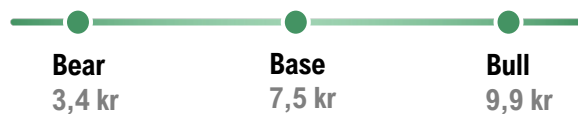
#### ...men på bekostnad av EBITDA-marginalen

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.

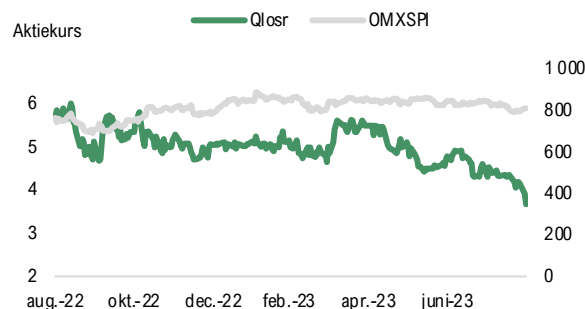
#### VÄRDERINGSINTERVALL



#### 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.

# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

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

## Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

För fullständiga regler för våra analytiker se: <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.