

Lagt grunden för god tillväxt trots utmanande marknad

Allt fler aktörer vittnar om en mer utmanande IT-marknad till följd av det osäkra makroekonomiska läget, där det är tydligt att säljcyklerna har blivit längre, beläggningen blivit svårare att planera samt att det råder en generell osäkerhet bland kunderna. Trots detta mer avvaktande marknadsläge, är efterfrågan på paketerade tjänster fortsatt stark. Med ett avtalsvärde om 396 MSEK vid utgången av Q3-23 och Qlosrs ("Qlosr" eller "Bolaget") fortsatta fokus på korsförsäljning, utnyttjande av kostnadssynergier från tidigare förvärv och exekvering på uttalad tillväxt-på-tillväxt-strategi, estimerar Analyst Group en god tillväxt avseende såväl omsättning som EBITDA-resultat framgent. Med en applicerad målmultipel om EV/EBITDA 8,5x på nästa tolv månaders ("NTM") estimerat EBITDA-resultat om 55 MSEK, motiveras ett potentiellt värde per aktie om 5,4 kr (7,5) i ett Base scenario.

Den organiska tillväxten föll under minusstrecket

Under Q3-23 uppgick nettoomsättningen till 132,2 MSEK (125,3), vilket motsvarade en total tillväxt om 5,5 % Y-Y, varav den organiska tillväxten uppgick till -6,9 %. Utfallet var -12,7 %¹ lägre än Analyst Groups estimat och den negativa utväxlingen i den organiska tillväxten förklaras av ett ökat fokus på att transformera prenumerationsintäkter, vilket medför lägre intäkter idag men möjliggör långsiktiga intäktsströmmar, i kombination med lägre direkt- och konsultintäkter. Flertalet IT-bolag vittnar om en allt mer utmanande IT-marknad, kännetecknad av längre säljcykler, svårigheter avseende beläggning och en generellt ökad osäkerhet, vilket medför att Analyst Group bedömer Qlosrs omsättningsmål om 600 MSEK för år 2023, vilket tidigare ansågs vara något konservativt, kan komma att bli en realitet, varför vi har reviderat våra omsättningsprognoser.

Ökad andel prenumerationsintäkter stärkte marginalerna

Medan fokuset på transformering mot prenumerationsintäkter hämmande omsättningstillväxten under kvartalet, stärktes samtidigt såväl bruttomarginalen som EBITDA-marginalen jämfört med jämförbart kvartal föregående år. Det justerade EBITDA-resultatet uppgick till 4,5 MSEK, vilket var över vårt estimat om 3,8 MSEK, delvis förklarat av en högre andel prenumerationsintäkter än prognostiserat. Prenumerationsintäkterna ökade organiskt med 2,7 % Y-Y och utgjorde ca 51 % av intäktsströmmarna under Q3-23, vilket motsvarar en ökning om ca två procentenheter Y-Y. En ökad andel prenumerationsintäkter är en viktig drivare för Qlosrs lönsamhet framgent även om transformeringen från direktaffär till prenumeration kan komma att hämma tillväxten kortsiktigt då intäkterna fördelas över avtalsperioden.

Reviderat värderingsintervall

Trots ett något högre EBITDA-resultat än estimerat under Q3-23, medför den reviderade omsättningsprognosen, i kombination med en mer utmanande IT-marknad, en sänkning avseende Analyst Groups EBITDA-estimat. Bolagets guidning om en EBITDA-marginal i intervallet 6-7 % inkluderar även den positiva effekten om 6 MSEK från omvärdering av tilläggsköpeskillningarna vilket vi anser talar för ett lägre EBITDA-resultat än tidigare estimerat under det fjärde kvartalet. Detta, i kombination med en ökad nettoskuld under kvartalet, har medfört ett reviderat värderingsintervall.

VÄRDERINGSINTERVALL

Bear
2,0 kr

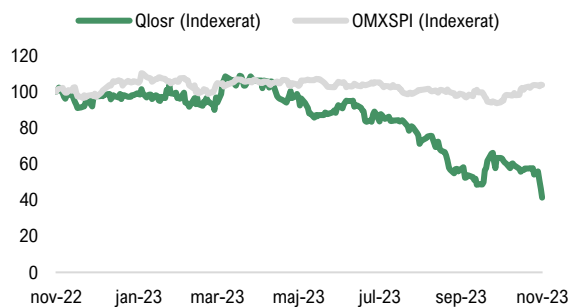
Base
5,4 kr

Bull
7,4 kr

NYCKELDATA

Senast betalt (2023-11-30)	2,14
Antal Aktier (st.)	59 441 112
Market Cap (MSEK)	127,2
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	178,8
Enterprise Value (MSEK)	306,0
Lista	First North Stockholm
Bokslutskommuniké 2023	2024-02-23

KURsutveckling



HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2023-09-27)

Qlosr Holding AB ²	54,3 %
Lodet AB	5,9 %
Nordnet Pensionförsäkring	4,5 %
Andreas Hofman	3,7 %
Avanza Pension	2,2 %

PROGNOSE (MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	180,0	515,6	609,1	670,0	757,2
Omsättningstillväxt	40,7%	186,5%	7,5% ³	10,0%	13,0%
Bruttoresultat	84,9	215,7	251,0	292,8	335,4
Bruttomarginal	47,2%	41,8%	40,6% ¹	43,7%	44,3%
EBITDA	-5,7	21,7	34,5 ¹	64,3	81,0
EBITDA-marginal	-3,2%	4,2%	5,7% ¹	9,6%	10,7%
P/S	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/S	1,7	0,6	0,5	0,5	0,4
EV/EBITDA	-8,2	8,4	7,6	4,8	3,8

¹ Exklusive de positiva effekterna om 6 MSEK från omvärdering av tilläggsköpeskillningar.

² Mer detaljer avseende ägarerna ges under ledning och styrelseavsnittet.

³ Utgår från estimerad proforma 2022.

Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q3	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	24-27
Disclaimer	28

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.

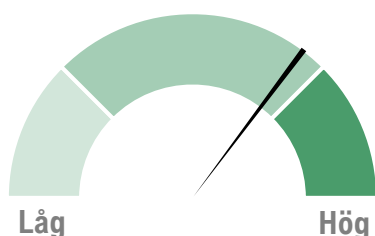
VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör	Jonas Norberg
Styrelseordförande	Bengt Engström

ANALYTIKER

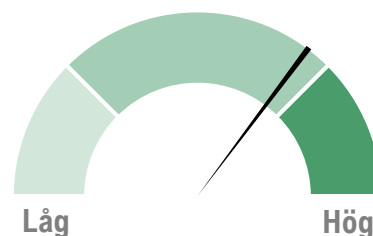
Namn	Christoffer Jennel
Telefon	+46 731 58 95 55
E-mail	christoffer.jennel@analystgroup.se

Värde drivare



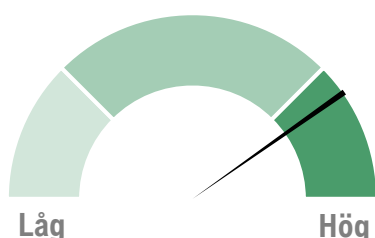
Qlosr har sedan år 2017 stuvat om sin affärsmodell och fokuserat på att skapa en prenumerationstjänst för öka andelen återkommande intäkter som är av högre lönsamhet. Genom att erbjuda en *One-Stop-Shop* inom IT-relaterade tjänster kan Qlosr tillföra funktionalitet som mindre leverantörer har svårt för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

Lönsamhet



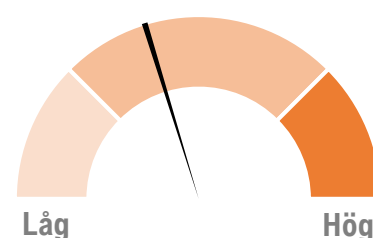
Qlosr har historisk uppvisat lönsamhet på sista raden, men där större investeringar i Bolagets plattform och kapacitet för att kunna *onboarda* fler och större kunder belastade resultatet under år 2020, varpå Qlosr redovisade förlust. Lönsamheten har därefter återigen återgått till positivt territorium och Bolaget uppvisade en justerad EBITDA-marginal om 7,1% år 2022. Med större investeringar gjorda och ökat fokus på prenumerationssmodellen estimeras högre lönsamhet framgent. Viktigt att ha i åtanke dock är att Qlosr redovisar i enlighet med K3 vilket innebär höga goodwillavskrivningar och således påverkar rörelse- såväl som nettoresultatet.

Ledning & Styrelse



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 historik av att leverera starka fria kassaflöden. Kassen uppgick vid utgången av Q3-23 till 6,1 MSEK, samtidigt som nettoskulden uppgick till 178,8 MSEK, vilket innebär att nettoskulden har ökat med ca 75 MSEK sedan årsskiftet. Detta är primärt ett resultat av en negativ förändring avseende rörelsekapitalet. Nettoskulden förväntas förbättras i takt med att rörelsekapitalet konverteras till likvida medel under kommande kvartal. 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.

-6,9 %
ORGANISK TILLVÄXT I
NETTOOMSÄTTNINGEN
UNDER Q3-23...

... MEN
PRENUMERATIONS-
INTÄKTERNA VÄXTE
SAMTIDIGT ORGANISKT
MED **2,7 %**

Den organiska tillväxttakten föll under minusstrecket under det tredje kvartalet

Under det tredje kvartalet 2023 redovisade Qlosr en nettoomsättning om 132,2 MSEK (125,3), motsvarande en total tillväxt om 5,5 % mot jämförbart kvartal föregående år, varav den organiska tillväxten utgjorde -6,9 %, vilket var -12,7 %* lägre än estimerat (144,7). Den negativa organiska tillväxten kan tillskrivas minskade direkt- och konsultintäkter samt ett ökat fokus på att transformera direktaffärer till prenumerationsintäkter, där sistnämnda var en bidragande faktor till att prenumerationsintäkter ökade med 2,7 % organiskt under kvartalet samt utgjorde 50,7 % av nettoomsättningen (48,8 %), även om lägre direkt- och konsultintäkter samtidigt påverkade intäktsmixen.

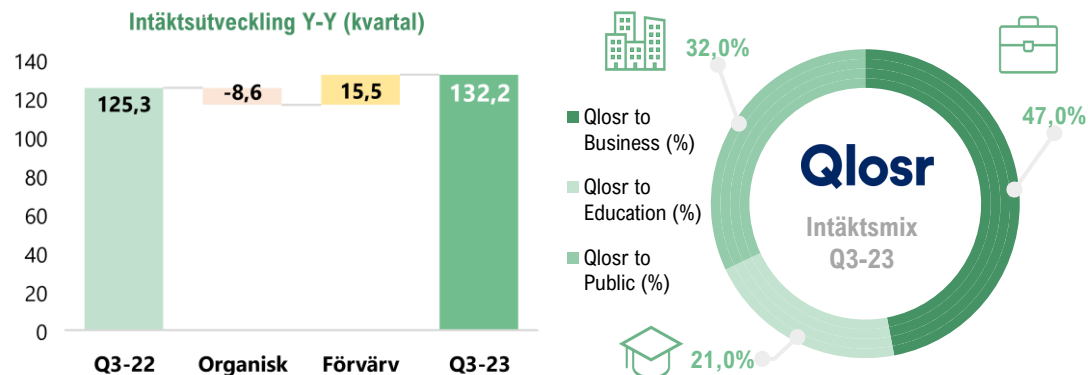
Avseende den negativa organiska tillväxten, har det varit tydligt under det tredje kvartalet att andra såväl svenska som nordiska IT-konsultbolag har vittnat om en mer utmanande IT-marknad kännetecknat av längre säljcykler, svårigheter med beläggning, lägre diskretionära utgifter och en generell ökad försiktighet till följd av det osäkra makroekonomiska läget. Vidare innehöll kvartalet en arbetsdag mindre vilket, tillsammans med tidigare nämnda aspekter samt det ökade fokuset på transformering till prenumerationsintäkter, bedöms vara bidragande till den negativa organiska tillväxten under kvartalet.

Avtalsvärdet ökade med 1 % Q-Q, motsvarande en årstakt om 4,1 %, och 26,9 % Y-Y, vilket innebär en fortsatt sekventiell avmattning i den kvartalsvisa tillväxttakten, efter en exceptionellt hög tillväxt mellan slutet av föregående år och inledningen av nuvarande år. Givet en generellt svagare marknad ser Analyst Group positivt på att avtalsvärdet fortsätter att öka, om än med endast 1 % under det tredje kvartalet, då det lägger grunden för starkare omsättning framöver i takt med att avtalen levereras på.

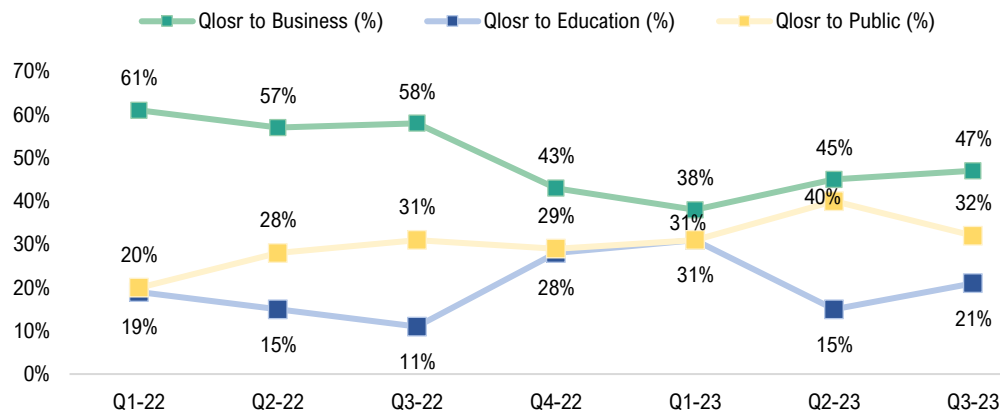
Qlosr uppvisar en hack i den positiva organiska tillväxtkurvan under Q3-23.

Qlosrs intäktsmix, andel återkommande intäkter och intäktsutveckling Y-Y

MSEK



Utveckling av intäktsmix, Q1-22 - Q3-23



Källa: Qlosr Group

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

40,1 %
JUSTERAD
BRUTTO-
MARGINAL

3,6 %
JUSTERAD
EBITDA-
MARGINAL

Fokus på prenumerationsaffärerna förbättrade bruttomarginalen...

Under Q3-23 uppgick bruttomarginalen till 42,8 %, och vid justering för goodwillnedskrivningens positiva effekt på övriga rörelseintäkter om 6 MSEK uppgick den justerade bruttomarginalen till 40,1 %. Den justerade bruttomarginalen var högre än såväl Analyst Groups estimat om 39,2 % som fjolårets justerade bruttomarginal om 39,7 %, och är en direkt effekt av den ökade andelen prenumerationsintäkter under kvartalet jämfört med Q3-22 (50,7 % vs 48,8 %). Qlosr har i tidigare kvartalsrapporter under år 2023 meddelat att Bolaget har haft för avsikt att ta en ökad marginal på hårdvara över avtalstiden genom att öka andelen egenfinansiering av hårdvara, i syfte att b.l.a. minska kapitalkostnaden. Detta planerade initiativ har förskjutits framåt, och är vad Analyst Group bedömer en effekt av den minskande kassan under året givet en ökad kapitalbindning genom det starka inflödet av nya kundavtal mellan Q4-22 och Q1-23. I takt med att Qlosr lyckas frigöra rörelsekapital och därigenom stärka kassan, förväntas detta initiativ att successivt realiseras, vilket skulle medföra en starkare bruttomarginal framgent. Analyst Group estimerar ingen större effekt av detta under det fjärde kvartalet givet den lägre kassan under Q3-23 än estimerat, varför en större effekt förväntas under år 2024.

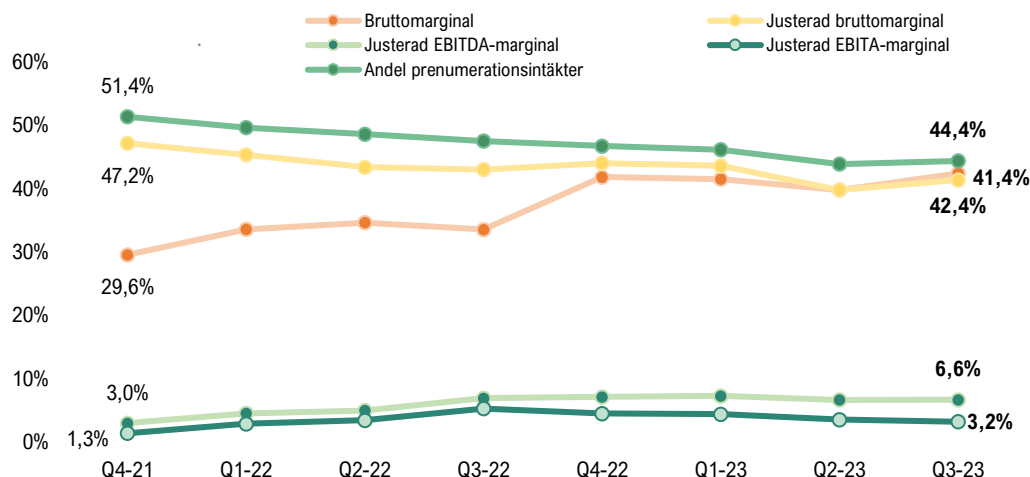
...vilket resulterade i ett starkare EBITDA-resultat än estimerat

Det justerade EBITDA-resultatet för Q3-23 uppgick till 4,5 MSEK¹ (4,3²), motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 3,6 %, vilket var högre än estimerat (3,8 MSEK och 2,6 %), detta trots att nettoomsättningen var ca -17 MSEK lägre än förväntat. Det starkare EBITDA-resultatet än estimerat härleds till den högre bruttomarginalen än förväntat i kombination med lägre rörelsekostnader än estimerat, vilka uppgick till 46,1 MSEK mot väntade 52,9 MSEK. Det ska samtidigt poängteras att vi hade estimerat en högre nettoomsättning och som andel av nettoomsättningen var utfallet i linje med våra estimat om ca 36,5 %, vilket samtidigt var högre än föregående kvartal om 32,6 % men beror på säsongsvariationen givet lägre intäkter.

Det fjärde kvartalet är rent säsongsmässigt det i särklass starkare kvartalet, både i termer av nettoomsättning och EBITDA. Däremot, givet den relativt stora diskrepansen mellan utfallet i nettoomsättningen under det tredje kvartalet mot estimerat, förväntas revideringar i nettoomsättningen att genomföras, vilket, i kombination med att Bolaget guidar för en EBITDA-marginal för helåret 2023 om 6-7 %³, förväntas påverka våra prognoser avseende EBITDA-marginalen. Samtidigt ser vi Qlosrs strategi att över tid transformera direktaffärer till återkommande prenumerationsintäkter medföra en ökad vidimering givet de positiva effekterna som kvartalets transformeringar gav på bruttomarginalen, vilket bäddar för förbättrade marginaler framgent, även om dessa transformeringar på kort sikt kan hämma omsättningstillväxten.

Den justerade bruttomarginalen har uppvisat en nedåtgående trend avseende rullande tolv månader som ett resultat av en minskad andel återkommande intäkter samt genomförda förvärv, samtidigt som den justerade EBITDA-marginalen successivt taktat uppåt i takt med realiserade kostnadssynergier.

Utveckling i bruttomarginal (samt justerad), andel prenumerationsintäkter, justerad EBITDA- samt EBITA-marginal avseende rullande tolv månader.



¹ Vid justering av omvärdering av goodwillpost, vilket påverkade övriga rörelseintäkter positivt om 6 MSEK under kvartalet.

² Justerat EBITDA-resultat motsvarande period föregående år, (justerat för engångskostnader om 14,9 MSEK).

³ Inklusiva de positiva effekterna från omvärdering av tilläggsköpeskillnaderna.

2 MSEK FRITT KASSAFLÖDE Q3-23...

Uppvisar återigen fritt kassaflöde – men utfallet var lägre än väntat

Vid utgången av Q3-23 uppgick kassan till 6,1 MSEK, motsvarande en minskning om ca -4,3 MSEK jämfört med föregående kvartal. Kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till ca 6,6 MSEK efter en positiv förändring i rörelsekapitalet om ca 6,4 MSEK. Det fria kassaflödet uppgick till ca 2 MSEK, vilket å ena sidan är en klar förbättring mot dels föregående kvartal (-22,2), dels jämförbart kvartal föregående år (-12,5), å andra sidan betydligt lägre än vad Analyst Group estimerat samt vad Bolaget guidade för i samband med Q2-rapporten 2023. Som ett resultat av erlagda tilläggsköpeskillingar om ca 30,8 MSEK under kvartalet, hänfört till BMORE, IT Finansiering i Väst och RG19, har Qlosr ökat skuldsättningen (brutto) ytterligare med motsvarande 26,2 MSEK, vilket innebär, i kombination med en minskad kassa, att nettoskuldsättningen uppgick till ca 179 MSEK vid utgången av Q3-23. Det i sin tur innebär även att Qlosr har ökat nettoskuldsättningen med ca 75 MSEK sedan årsskiftet 2022/2023, vilket har medfört successivt ökade räntekostnader.

...MEN FORTSATTA SVÅRIGHETER I HANTERINGEN AV RÖRELSEKAPITALET

Analyst Group bedömer kvartalets negativa kassautveckling som ett resultat av att Qlosr fortsatt har vissa svårigheter i hanteringen av rörelsekapitalet och därmed minska kapitalbindningen. Tajmningen avseende ut- och inbetalningar av kortfristiga fordringar och rörelseskulder, tillsammans med lagerförändringar, kan onekligen påverka enskilda kvartals rörelsekapital och kapitalbindning, men Analyst Group anser däremot att utvecklingen avseende nettoskulden under året har varit i underkant och är något som Bolaget behöver förbättra kommande kvartal, t.ex. genom förhandling om förbättrade leverantörs- och kundkrediter samt en ökad effektivisering i leveranser. Den outnyttjade checkräkningskrediten om ca 43 MSEK ger å ena sidan ökad rörelsefrihet, å andra sidan en potentiellt ökad kortfristig skuld och därmed räntekostnader, vilket Analyst Group anser i största möjliga mån bör undvikas för att inte hämma Bolagets kassaflödesgenerering framöver. Givet att det fjärde kvartalet tenderar att generera årets starkaste marginaler, ser vi en god potential för Qlosr att frigöra rörelsekapital och stärka kassan under kommande kvartal, detta även genom de åtgärder som Bolaget vidtagit under kvartalet avseende lager, betalningsströmmar samt affärsflöde.

Den sekventiellt minskade kassan, i kombination med den stigande nettoskulden, en nedpressad aktiekurs samt kommande ytterligare tilläggsköpeskillingar, gör att Analyst Group bedömer att Bolagets tidigare kommunikation i samband med Q2-rapporten 2023 om att potentiellt förvärva ett till två mindre förvärv under Q4-23 och Q1-24 inte kommer att realiseras. I dagsläget ser Analyst Group att inga ytterligare förvärv kommer att genomföras under år 2024, vilket i sin tur ställer högre krav på att återgå till den aggressiva förvärvsagendan som uppvisades under 2021–2022 under år 2025 och framåt om Bolaget ska lyckas infria uttalade tillväxtmål år 2026. För att kunna återgå till att förvärva nya bolag likt historiskt, behöver därför kapitalstrukturen förbättras under kommande kvartal.

Q3-RAPPORTEN GAV TUDELADE BESKED

Sammanfattningsvis gav Qlosrs Q3-rapport tudelade besked. Å ena sidan var nettoomsättningen lägre än estimerat, å andra sidan, genom en förbättrad bruttomarginal, var det justerade EBITDA-resultatet över vår prognos. I vad Analyst Group tidigare ansåg vara ett något konservativt omsättningsmål om minst 600 MSEK för år 2023, ser nu ut att bli realitet.

Överblick: Utfall vs estimat			
MSEK	Q3-23A	Q3-23E	(%)
Nettoomsättning (adj.)¹	126,2	144,7	-12,7%
Bruttoresultat (adj.) ¹	50,6	56,7	-10,8%
Bruttomarginal (adj.) ¹	40,1%	39,2%	0,9%
SG&A (exkl D&A)	-46,1	-52,9	-12,9%
EBITDA (adj.)¹	4,5	3,8	18,2%
EBITDA-marginal (adj.) ¹	3,6%	2,6%	0,9%

¹ Vid justering av omvärdering av goodwillpost, vilket påverkade övriga rörelseintäkter positivt om 6 MSEK under kvartalet och därmed även bruttoresultat och EBITDA.

Estimatförändringar

MSEK	Nya estimat			Tidigare estimat			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	609,1	670,0	757,2	629,0	720,2	799,4	-3%	-7%	-5%
Bruttoresultat	251,0	292,8	335,4	264,2	318,7	357,7	-5%	-8%	-6%
Bruttomarginal	41,2%	43,7%	44,3%	42,0%	44,3%	44,8%	-2%	-1%	-1%
EBITDA	34,5¹	64,3	81,0	46,2	70,2	85,9	-25%	-8%	-6%
EBITDA-marginal	5,7%	9,6%	10,7%	7,4%	9,8%	10,8%	-2%	0%	0%

¹ Justerat för en positiv omvärderingseffekt av tilläggsköpskilling om 6 MSEK.

Överblick över Qlosr:s Q3-rapport

Viktiga nyckeltal från senaste rapporten.

Qlosr

Nettoomsättning

126¹

MSEK

EBITDA

4,5¹

MSEK



2 MSEK

Fritt kassaflöde, Q3-23

Q3-23

in a nutshell



-6,9 %

Organisk tillväxt Y-Y



3,6 %¹

EBITDA-marginal (adj.)



396 MSEK

Avtalsvärde, Q3-23



+1,0 %

Tillväxt i avtalsvärde Q-Q



6,1 MSEK

Kassa, Q3-23

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, Visolit och Iver har en stark ställning på IT-marknaden, men dessa adresserar primärt större organisationer och har haft svårigheter att adressera SME-företag. Då Qlosr dels tillhandahåller en helhetslösning, dels adresserar SME, offentliga sektorn och den privata skolsektorn, har Bolaget en unik positionering på marknaden som resulterar i en strategisk fördel gentemot andra aktörer på marknaden.

En sticky affärsmodell som mynnar ut i återkommande intäkter

I en undersökning utförd av Ivanti under år 2020 visade det sig att över 85 % av de tillfrågade företagen hade fler än fem IT-leverantörer, att samordna de olika IT-leverantörernas tjänster kräver tid, pengar och till viss del även IT-kompetens, då ingen enskild leverantör ansvarar för att helheten ska fungera. I regel kännetecknas Qlosrs adresserbara kunder av att inte alltid ha en egen IT-personal eller avdelning, varför en helhetsleverantör som Qlosr, som tar fullt ansvar för en organisations IT-infrastruktur och därtill skräddarsyr sitt erbjudande efter kundens behov, innebär ökad flexibilitet och en allmän förenkling för dessa kunder, som uteslutande kan fokusera på sin kärnverksamhet. Genom att paketera helhetslösningar till en 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 förvärvsstrategi ska accelerera tillväxten – ”Tillväxt på tillväxt”

Qlosr har en uttalad förvärvsstrategi, vilken grundar sig i att förvärva lågt värderade IT-bolag med nöjda kunder samt hög potential att transformera engångsintäkter till prenumurationsintäkter, 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 55,1 MSEK härleds ett potentiellt värde per aktie om 5,4 kr (7,5), vilket även stöds av upprättad DCF.

Konjunkturkänslig och fragmenterad marknad kan hämma tillväxten

IT-marknaden är i regel konjunkturkänslig där ett mindre gynnsamt konjunkturläge får en generellt negativ effekt på organisationers vilja att investera i IT, vilket pandemin tydligt visade under år 2020, och kan därmed påverka Qlosrs kunder i termer av nyinvesteringar. 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 konkurrensutsatt där aktörer b.l.a. konkurrerar genom pris, innovation och kvalitet, vilket kan mynna ut i lägre efterfrågan på Qlosrs produkter och därmed hämma framtida tillväxt givet ett mer oroligt omvärldsläge.

AXPLOCK AV QLOSRS KUNDER



STOCKHOLMS
STADSMISSION

doktor24

STATSKONTORET

FÖRVÄRV SKA ACCELERERA TILLVÄXTEN

55,1 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

Security Services

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-tjänstleverantörer 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 inköpsvolymen och paketerade helhetstjänster som medför bättre funktionalitet såväl som flexibilitet än många av konkurrenterna.



Intäktsmodell

Bolagets paketering av helhetslösningar består av hård- och mjukvara, tjänster och konsulttimmar, som primärt säljs genom prenumerationsavtal på månatlig basis och med långa löptider, vanligtvis mellan 24-60 månader, där kunden enkelt kan aktivera och stänga av tjänster utefter behov och ges därför möjlighet att få "IT på kran". Qlosr har även en uttalad förlängningsstrategi för befintliga kundavtal som handlar om att omförhandla avtalet efter två tredjedelar av 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 målsättning¹ 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.

1Finansiella mål
till år 2026Tillväxt: 15-20 %/år²

Omsättning: 1,4 mdSEK

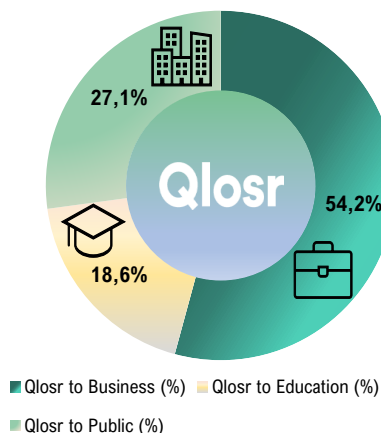
650 MSEK i avtalsintäkter
(46 %)

EBITDA-marginal: 12 %

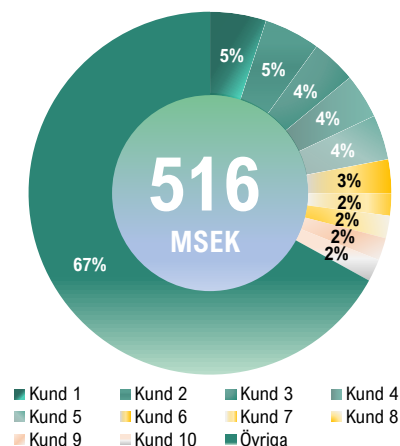
EBITA-marginal: 10 %

² 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 affärsmässiga 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 att 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.

PANDEMIN HAR ACCELERERAT DIGITALISERINGEN

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

Marknader överlag blir allt mer dynamiska och oförutsägbara vilket i sin tur ställer höga krav på företagens förmåga att snabbt ställa om för att kunna hantera diverse utmaningar och samtidigt tillvarata nya möjligheter som ny teknik och ökad digitalisering medför, något Covid-19 pandemin otvivelaktigt har visat. IT har blivit en alltmer strategisk tillgång i takt med ökad digitalisering, vars tillämpning har fått större betydelse för affärsstrategi och organisatoriska mål. En viktig del av digitaliseringen är användningen av molntjänster eftersom det ger företagen ökad flexibilitet, användarvänlighet och effektivitet. 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 skolsektorn, 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 skolsektorn 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

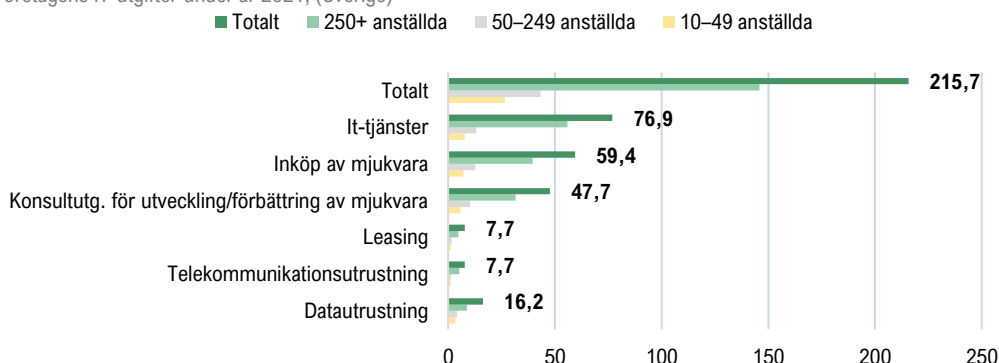
Sverige utgör ca 40 % av den nordiska IT-marknaden, följt av Danmark, Norge och Finland, i kronologisk ordning. Den nordiska IT-tjänstemarknaden estimeras av IDC (International Data Corporation) växa från 24,4 mdUSD under år 2018 till 29,5 mdUSD under år 2023, motsvarande en årlig tillväxttakt om 3,2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

Företagens IT-utgifter under år 2021, (Sverige)



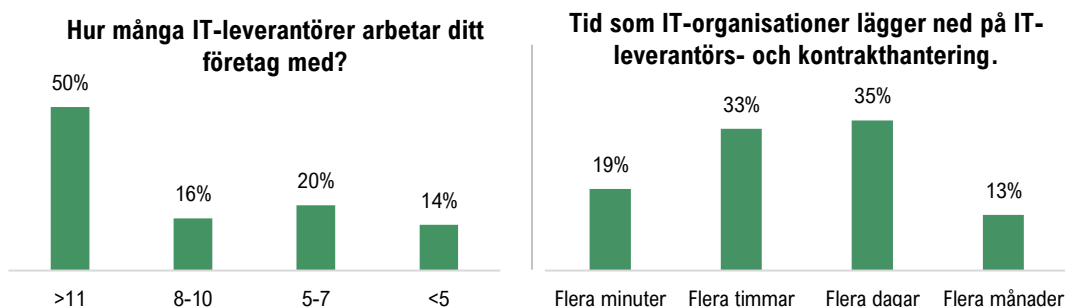
Källa: SCB, 2023

IT-outsourcing är historiskt 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:

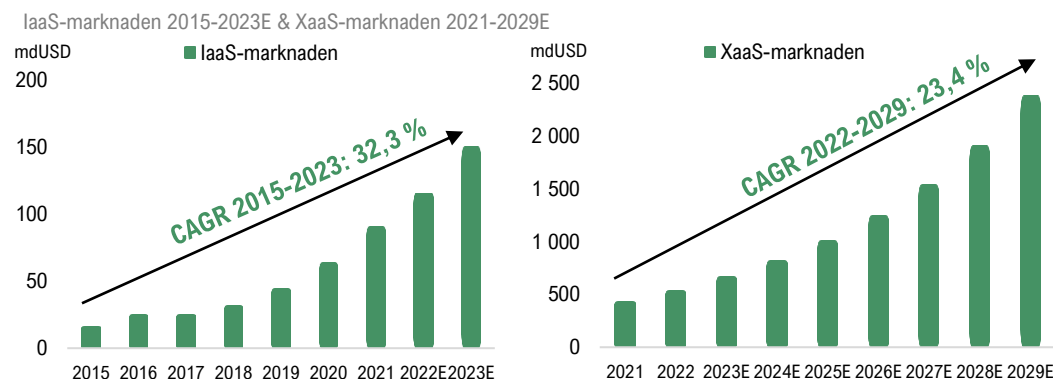


Förvärvstrenden inom den svenska IT-marknaden har varit stark de senaste åren, och enligt Radar Group (2022) har konsolideringsvågen flyttat ned i företagsstorlekar då de flesta stora och mellanstora aktörer redan är eller har varit i transaktionsprocesser. Bristen på kompetens inom branschen har även 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-modell¹ då Qlosr tar ansvaret för att hela IT-miljö inom en organisation ska fungera samordnat. Den globala marknaden för *Public Cloud* IaaS värderades till ca 91 mdUSD år 2021 och estimeras uppnå en marknadsstorlek om 150 mdUSD år 2023, motsvarande en CAGR om 28,6 %. Parallellt estimeras den breda XaaS-marknaden växa med en CAGR om 23,4 % under perioden 2022-2029, för att år 2029 värderas till ca 2 380 mdUSD. Qlosr är idag primärt verksam i Sverige, men den estimerade tillväxten för den globala IaaS/XaaS-marknaden visar samtidigt på att den starka trenden som finns inom paketerade tjänster endast väntas fortgå.

Stark tillväxt estimeras komma från IaaS- och XaaS-marknaden



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

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

Ex. på
marknadsdrivande
faktorer som gynnar

Qlosr

01

Ökad moln-
användning

02

Betala och skala
efter behov

03

Låga
kostnadsbarriärer

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

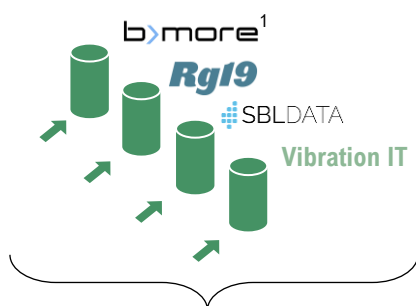
Omsättningsprognos 2023-2025

Sedan år 2017 har Qlosr fokuserat på att paketera IT-lösningar i enlighet med en prenumurationsmodell som innebär att Bolagets kunder, istället för att köpa enskilda produkter och sedan göra avrop av konsulttimmar på löpande räkning, kan skala upp och ned från tjänstepaketeringen utifrån eget behov. Bolaget erhåller ännu intäkter från kunder som köper produkter och tjänster löpande mot direktfaktura, något som dock väntas minska framgent. Sedan implementeringen av prenumerationstjänster har Bolagets återkommande intäkter vuxit starkt och uppgick under år 2022 till 46,6 % av totala intäkter, vilket översteg Bolagets målsättning för år 2022 om 45 %. Qlosr har som målsättning att de återkommande intäkter ska utgöra 60 % av de totala intäkter år 2024. Genom att ingå långa kundavtal, vilka kontinuerligt uppdateras i enlighet Qlosrs förlängningsstrategi, skapar Qlosrs prenumurationsmodell förutsättningar för fortsatt tillväxt och förutsägbara kassaflöden. Detta eftersom Bolagets prenumurationsmodell möjliggör för Qlosr att växa tillsammans med sina kunder i takt med att fler användare ansluts till Bolagets prenumerationstjänst, alternativt om kunden adderar nya tjänster i sin paketering, vilket de kan göra utan större direktinvesteringar. Modellen medför därför en *stickiness* hos kunder genom dess enkelhet, förutsägbarhet och flexibilitet, varför Qlosr kan ta mer betalt än andra leverantörer, samtidigt som erbjudandet blir mindre konkurrensutsatt.

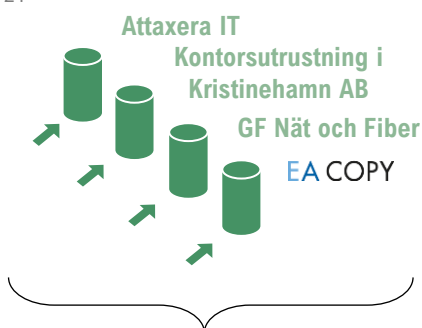
Qlosr har mellan åren 2015-2022 uppvisat en årlig tillväxt om ca 20 %, exklusive gjorda rörelseförvärv under år 2021, i vilken den historiska tillväxten drivits dels organiskt, dels genom förvärv, vilket Bolaget även ämnar fortsätta genomföra framgent. Qlosr har sedan noteringen under Q2-21 genomfört 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



Källa: Qlosr Group



Förvärvade bolag År 2021²



Omsättning

406
MSEK



EBITDA

43
MSEK

Flera förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit

En viktig del i Qlosrs tillväxtstrategi är förvärv och genom att kapitalisera på den högfragmenterade IT-marknaden via konsolidering av andra aktörer tillåts koncernen växa ytterligare, vilket i sin tur ger Bolaget och dess produkt erbjudande ökad vidimering, något som kan minska införsäljningströsklarna för nya avtal med SME-företag, offentlig sektor, 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, givet rådande makroekonomiska läge och nuvarande kapitalstruktur, inte kommer att genomföra några förvärv under år 2024, men att Bolaget kan återgå till tidigare uppvisad förvärvstakt under år 2025 och framåt.

¹ Och IT-Finansiering i Väst.

² 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 prenumerationbaserat tjänst utefter behov. En majoritet av Qlosrs intäkter genereras inom affärsområdet Qlosr to Business där målgruppen är SME-företag, vilka i regel är mer snabbväxande än större organisationer, vilket i sin tur medför en stark organisk efterfrågan av Qlosrs IT-lösningar, dels genom ett ökat antal användare till prenumerationstjänsten, dels genom att kunderna adderar ytterligare IT-tjänster, i takt med att företagen växer. Den ständigt föränderliga tekniska utvecklingen, t.ex. det ökade användande av molntjänster och AI, kräver dock en kompetens och mognadsgrad som de flesta SME-företag inte fullt ut besitter. Att ha en aktör som Qlosr som sköter allt IT-relaterat är därmed ett attraktivt alternativt för Bolagets målgrupp, samtidigt som kunderna kan spara in resurser och pengar då färre egna anställda med IT-kompetens behövs. Detta, i kombination med Qlosrs fokus på kundnöjdhet, möjliggör höga *switching costs*, således tillåts Qlosr att i ökad utsträckning växa tillsammans med Bolagets snabbväxande kunder.

Pandemin har accelererat den digitala omställningen och skolor är inget undantag, varför flera interna processer inom skolväsendet har och kommer att fortsätta behövas digitaliseras. Med förvärvet av Bmore IT och systerbolaget IT-Finansiering i Väst fick Qlosr tillgång till 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.

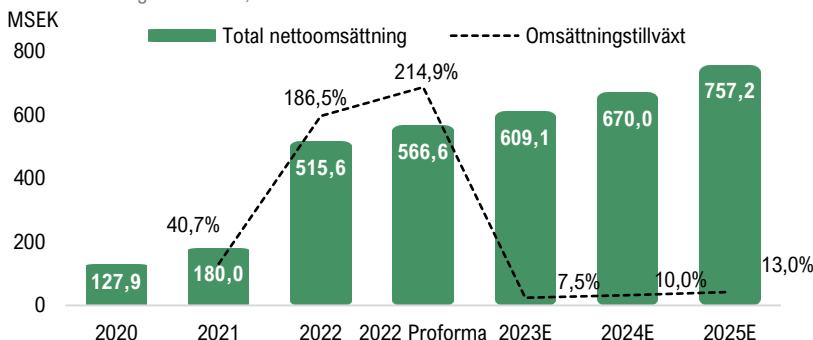
Etableringen av ett dotterbolag i Danmark, vilket skedde under Q1-22, var ett första steg för Qlosr i Bolagets nordiska satsning och även om det ännu är i ett tidigt skede är potentialen stor då det vidgar Qlosrs adresser-bara marknad väsentligt. Satsningen har dessutom burit frukt då Qlosr under Q1-22 ett strategiskt avtal avseende klienter- och nätverkstjänster med Copenhagen Malmö Port AB till ett initialt värde om ca 6 MSEK över en treårsperiod. Avtalet är viktigt då det ger Qlosr en viktig referenskund för Bolagets fortsatta nordiska satsningar och tillväxt i regionen framgent. Under Q3-22 genomförde Qlosr en sammanslagning av dotterbolagen Qlosr AB och RG19 i Norden AB, vilka flyttade ihop i gemensamma lokaler. Som ett led i sammanslagningen, integrerade även Qlosr dotterbolagens infrastrukturplattformar med syftet att optimera leveranskapaciteten, vilket ger skalfördelar för hela koncernen, samtidigt som sammanslagningen som sådan estimeras medföra ökad intjäningspotential per anställd i Stockholmsregionen på grund av lastbalansering för medarbetarna.

För helåret 2022 levererade Qlosr en nettoomsättning om 515,6 MSEK, motsvarande en tillväxt om 186,5 %, varav 21 % organiskt. Nyligen tecknade tilldelningsbeslut och avtal har stärkt avtalsvärdet som vid utgången av Q3-23 uppgick till 396 MSEK, vilket lägger en solid grund för en fortsatt god organisk tillväxt under den resterande prognosperioden. För år 2023 estimeras nettoomsättningen uppgå till 609,1 MSEK (629), motsvarande en tillväxt om 7,5 % från 2022 års nettoomsättning (proforma¹) om 566,6 MSEK, vilket innebär en mindre nedrevidering från tidigare estimat. I vad Analyst Group tidigare ansåg vara ett något konservativt omsättningsmål om minst 600 MSEK för år 2023, estimeras numera bli en realitet, givet det lägre än förväntade utfallet under Q3-23. Det har varit särskilt tydligt under det tredje kvartalet att såväl svenska som nordiska IT-konsultbolag har vittnat om en mer utmanande IT-marknad kännetecknat av längre säljcykler, svårigheter med beläggning, lägre diskretionära utgifter och en generell ökad försiktighet till följd av det osäkra makroekonomiska läget. Analyst Group har därav valt allt sänka tillväxtestimaten avseende år 2024, men ser samtidigt ett, tillväxtmässigt, starkare år 2025 i takt med att IT-marknaden återhämtar sig och marknadsförhållandena normaliseras. Qlosr estimeras uppvisa en CAGR i nettoomsättning om 13,7 % (från tidigare 15,7 %) under perioden 2023-2025, drivet av fortsatt exekvering på Bolagets tillväxt-på-tillväxt-strategi, ökad korsförsäljning, fortsatt förädling av produkterbjudandet och effektivt integrering av förvärvade kundbasen.

¹ Analyst Groups estimat.

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	268,0	301,5	348,3
Andel	51,4%	46,6%	44,0%	45,0%	46,0%
Ej återkommande intäkter	87,5	275,3	341,1	368,5	408,9
Nettoomsättning	180,0	515,6	609,1	670,0	757,2

Kostnadsprognos 2023-2025

Övergången till att sälja paketerade IT-lösningar i enlighet med en prenumurationsmodell, 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 engångskostnader¹, till 44 %, vilket är lägre än år 2021 då den uppgick till 47,2 %, men förklaras bl.a. av genomförda förvärv. Bruttomarginalen uppvisade även en relativt stor fluktuation under år 2022 mellan kvartalen (39,7 % - 48 %), men är ett resultat av säsongvariation och intäktsmix.

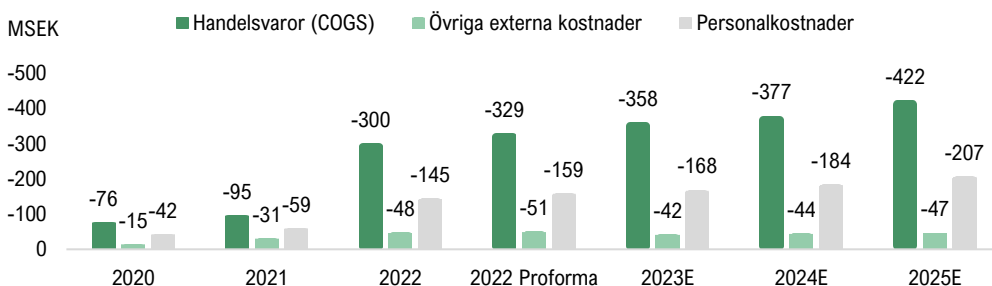
Genom att Qlosr ges tillgång till nya kundbaser via förvärven där strategin är att koppla på prenumurations-tjänsten successivt antar vi dock att bruttomarginalen kan stärkas framgent, men samtidigt hållas tillbaka något av en större än tidigare estimerad andel direktaffärer och under år 2025 estimeras bruttomarginalen till ca 44,3 %. 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 prenumurationsavtal, estimeras få en positiv påverkan på bruttomarginalen de kommande kvartalen. För år 2023 estimeras bruttomarginalen uppgå till 40,6 %, 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 (42 %), vilket hänförs till en högre andel direktaffärer och implementationskostnader från vunna prenumurationsavtal under H1-23 än tidigare estimerat, vilket således innebär en lägre andel prenumurationsintäkter.

Vid utgången av Q3-23 hade Qlosr 182 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 168,1 MSEK, motsvarande en ökning om 6 %¹ 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 6,9 % 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

¹ Utifrån estimerad proforma 2022.

Marginalexpansion i korton

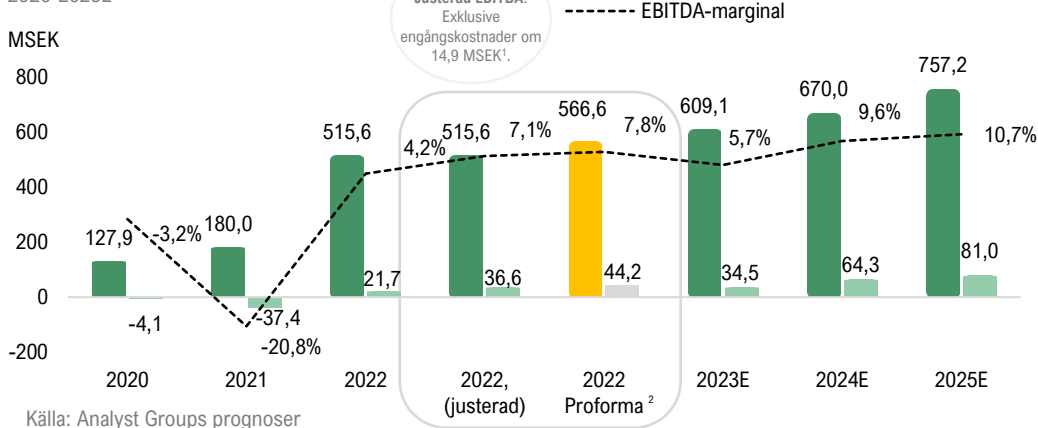
För kunna *onboarda* nya och större kunder har Qlosr genomfört större investeringar i såväl plattformen som i kapacitet de senaste tre åren. Detta, i kombination med att en större del av försäljningen estimeras ske på prenumeration över tid, väntas enligt Analyst Group ligga till grund för en marginalexpansion 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 kostnads-synergier genom förvärven, i termer av ökade inköpsvolymen till bättre villkor och allmänna operationella effektiviseringar, bäddar således för en marginalstärkning under prognosperioden. En tydlig operationell effektivisering som Qlosr initierade under Q3-22 var sammanslagningen av dotterbolagen Qlosr AB och RG19, vilka flyttade ihop i gemensamma lokaler, vilket medför årliga besparingar om 12 MSEK. En annan är uppdelningen av Stockholmsorganisation till Qlosr Stockholm och *Managed Services*, vilket genomfördes under Q3-23 och ska medföra en kostnadsbesparing om 16 MSEK under år 2024.

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 exempelvis uppvisades under Q3-22 (3,4 %). EBITDA-marginalen understeg våra estimat under såväl Q1-23 som Q2-23, vilket hänfördes till större än väntade implementationskostnader för tagna prenumerationersaffärer och ökad andel direktaffärer. Av den anledningen förväntade vi oss ett lönsamhetsmässigt starkare H2-23 givet frånvaron av större implementationskostnader, uttrullningarna av igångsatta prenumerationstjänster samt fortsatt synergiutvinning. Det justerade EBITDA-resultatet under Q3-23 var å ena sidan över våra estimat, å andra sidan var nettoomsättningen ca -13 % lägre än prognostiserat, vilket Analyst Group anser vittnar om en mer utmanande IT-marknad, något även andra nordiska IT-konsultbolag bekräftar under kvartalet i form av b.l.a. längre säljcykler, svårigheter med beläggning och en generell ökad försiktighet. Detta, i kombination med att Qlosr guidar för en EBITDA-marginal för helåret 2023 i intervallet 6-7 % inklusive den positiva effekten om 6 MSEK från omvärderingen av återstående förvärvslikvider, medför att Analyst Group har reviderat ned EBITDA-estimatet. För år 2023 estimerar vi nu ett justerat EBITDA-resultat om 34,5 MSEK, ned från 46,2 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 5,7 % (tidigare 7,4 %).

5,7 %
EBITDA-
MARGINAL
2023E

Skalbarheten i affärsmodellen talar för stärkta marginaler framgent.

Totala intäkter, EBITDA och EBITDA-marginal, 2020-2025E



¹ Engångskostnader år 2022 i samband med sammanslagningen av Stockholmsenheterna:

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

² Enligt Analyst Groups estimat

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

⁴ Justerat för en positiv omvärderingseffekt av tilläggsköpskilling om 6 MSEK.

Prognoser (MSEK)	2020	2021	2022	2022 Proforma	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	127,9	180,0	515,6	566,6	609,1	670,0	757,2
Omsättningstillväxt	n.a.	40,7%	186,5%	n.a.	7,5%	10,0%	13,0%
Bruttoresultat	52,4	84,9	215,7	238,1	251,0	292,8	335,4
Bruttomarginal	41,0%	47,2% ³	44,0% ¹	44,0% ¹	40,6% ⁴	43,7%	44,3%
EBITDA	-4,1	-5,7	21,7	27,4	40,5	64,3	81,0
EBITDA-marginal	-3,2%	-3,2%	4,2%	4,8%	6,7%	9,6%	10,7%
Justerat EBITDA	-4,1	5,3	36,6	44,2	34,5 ⁴	64,3	81,0
Justerat EBITDA-marginal	-3,2%	3,0%	7,1%	7,8%	5,7% ⁴	9,6%	10,7%

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, intäktsmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur.

Peers i siffror (LTM)

-1,2 %

Omsättningstillväxt

15,7 %

EBITDA-marginal

8,5 %

Omsättningstillväxt

11,3 %

EBITDA-marginal

18,0 %

Omsättningstillväxt

12,3 %

EBITDA-marginal

11,1 %

Omsättningstillväxt

19,6 %

EBITDA-marginal

15,5 %

Omsättningstillväxt

3,8 %

EBITDA-marginal

15,7 %

Omsättningstillväxt

9,6 %

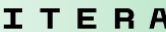
EBITDA-marginal

22,5 %

Omsättningstillväxt

13,1 %

EBITDA-marginal

		Tieto Evry är ett ledande nordiskt IT-bolag, som skräddarsyr molnbaserade lösningar för organisationer inom branscher som t.ex. utbildning, välfärd, offentlig förvaltning och tillverkning. Bolaget hjälper kunder på global nivå att hantera, integrera och leda dess organisations IT-miljöer, genom att tillhandahålla digitala arbetsplatstjänster. Koncernens affärsmodell består av kontinuerliga serviceintäkter, mjukvarulösningar, projekt och konsulttjänster.
		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 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 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 är ett norskt IT-bolag inriktade mot utveckling av molnbaserade IT-lösningar. Olika lösningar innefattar infrastruktur, datahantering, säkerhets- och backuplösning, portal- och dokumentlösningar samt drift. Vidare tillhandahåller Atea egenproducerad programvara, rådgivning och tillhörande support. Bolagets tjänster används huvudsakligen av företagskunder inom olika sektorer, med störst närvaro i Norden och Baltikum, där Sverige utgjorde 42 % av Ateas intäkter under år 2021. Mjukvaruförsäljningen utgjorde ca 32 % av Ateas totala intäkter under år 2021.
		Proact IT Group är en ledande svensk leverantör av integrerade IT-infrastrukturlösningar och molntjänster. Med skräddarsydda lösningar hjälper de företag att optimera IT-driften, förbättra säkerheten och öka flexibiliteten. Med en bred kundbas över olika branscher och verksamhetsområden, inklusive små och medelstora företag samt multinationella organisationer, möjliggör de digital transformation. Proact är verksam i flera europeiska länder och är en pålitlig partner inom IT-infrastruktur och molntjänster.
		Itera 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	29,7% ¹	-1,2%	8,5%	18,0%	15,5%	11,1%	15,7%	22,5%	12,9%	15,5%
Bruttomarginal	42,4%	82,1%	28,9%	66,4%	19,5%	16,2%	22,6%	93,5%	47,0%	28,9%
EBITDA-marginal	6,6% ²	15,7%	11,3%	12,3%	3,8%	19,6%	9,6%	13,1%	12,2%	12,3%
Soliditet	10,3%	44,0%	35,0%	51,0%	27,0%	53,0%	26,0%	24,0%	37,1%	35,0%
Nettoskuld/EBITDA	3,9	2,1	0,7	0,0	0,9	0,5	0,2	0,3	0,7	0,5
Skuldsättningsgrad	8,7	1,3	1,8	1,0	2,7	0,9	2,8	3,1	1,9	1,8
Omsättningshastighet	1,2	0,8	2,2	1,6	3,3	0,9	1,3	2,6	1,8	1,6
EV/EBITDA	7,8	8,2	6,4	6,3	7,9	12,1	5,0	9,0	7,8	7,9
EV/S	0,5	1,3	0,7	0,8	0,3	2,4	0,5	1,2	1,0	0,8
P/S	0,2	1,0	0,6	0,8	0,2	2,3	0,5	1,1	0,9	0,8
Marknadsvärde MSEK	127	28 256	752	678	13 377	248 118	2 274	939	42 056	2 274

¹ Den organiska tillväxten LTM har Analyst Group estimerat till ca 8 %.

² Justerad EBITDA.

Värdering av Qlosr: Relativvärdering

Bolag ¹	Equity	Enterprise	Revenue								EBITDA			
	Value	Value	EV/Sales			EV/EBITDA			CAGR 2023-2025E	CAGR 2023-2025E	EBITDA-marginal	EBITDA-marginal	EBITDA-marginal	EBITDA-marginal
	(MSEK)	(MSEK)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
TietoEvery B3	28 156	39 393	1,2x	1,2x	1,1x	7,6x	7,1x	6,8x	1,4%	-0,5%	17,6%	15,8%	16,4%	16,6%
Consulting	834	965	0,8x	0,8x	0,8x	8,1x	7,9x	6,8x	3,2%	-3,5%	13,8%	10,3%	10,6%	11,3%
CAG Group	684	684	0,8x	0,7x	0,7x	6,8x	6,2x	5,8x	6,7%	7,0%	11,9%	11,4%	12,0%	12,0%
Atea	13 224	14 880	0,4x	0,4x	0,4x	7,6x	7,0x	6,3x	5,9%	10,4%	5,6%	5,8%	6,0%	6,3%
CGI Inc	217 011	233 648	2,1x	2,1x	2,0x	10,8x	10,2x	9,7x	6,6%	7,0%	19,9%	19,8%	20,1%	20,2%
Proact IT	2 352	2 451	0,5x	0,5x	0,5x	5,3x	4,7x	4,4x	2,6%	5,4%	9,9%	9,7%	10,6%	10,8%
Itera	931	968	1,2x	1,1x	0,9x	9,2x	8,6x	7,0x	13,0%	9,5%	14,8%	12,5%	12,4%	13,5%
Maximum 75th	217 011	233 648	2,1x	2,1x	2,0x	10,8x	10,2x	9,7x	13,0%	10,4%	19,9%	19,8%	20,1%	20,2%
Percentile	20 690	27 137	1,2x	1,1x	1,0x	8,7x	8,2x	6,9x	6,7%	8,3%	16,2%	14,1%	14,4%	15,1%
Median	2 352	2 451	0,8x	0,8x	0,8x	7,6x	7,1x	6,8x	5,9%	7,0%	13,8%	11,4%	12,0%	12,0%
Mean	37 599	41 856	1,0x	1,0x	0,9x	7,9x	7,4x	6,7x	5,6%	5,1%	13,4%	12,2%	12,6%	13,0%
25th														
Percentile	882	967	0,6x	0,6x	0,6x	7,2x	6,6x	6,1x	2,9%	2,4%	10,9%	10,0%	10,6%	11,0%
Minimum	684	684	0,4x	0,4x	0,4x	5,3x	4,7x	4,4x	1,4%	-3,5%	5,6%	5,8%	6,0%	6,3%
Qlosr Group	127	306	0,5x	0,5x	0,4x	8,9x	4,8x	3,8x	13,7%	30,3%	7,1%	6,7%	9,6%	10,7%

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-multiplier.

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, även om utvecklingen under Q1-Q3 2023 har varit under förväntan. Genom att genomförda förvärv bidrar ytterligare till resultaträkningen och att Qlosr i större utsträckning kan utnyttja 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 hade Qlosr uppvisade ökade kostnader, på såväl OPEX-nivå som COGS-nivå, hänfört till de flertalet större volym- och prenumerationsaffärerna som Bolaget säkrade under Q4-22 och Q1-23. Affärerna lägger en mer solid grund för en fortsatt stark omsättningstillväxt över tid, dock 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 levererade ett lägre EBITDA-resultat under H1-23 än initialt estimerat. Samma mönster har uppvisats avseende kassaflödet då Qlosr, i takt med uppstarten av avtalen och således införskaffandet av lager samt övriga resurser, har uppvisat en negativ förändring avseende rörelsekapitalet, detta då Qlosr i viss utsträckning gör inköpen samt tar kostnader före Bolaget fakturerar kunderna och därmed kan generera kassaflöde. Detta förväntas följaktligen innebära att enskilda kvartal kan bli i synnerhet betydande avseende EBITDA-resultat och fritt kassaflöde genom att Qlosr levererar på kundavtal, driver in fordringar och minskar varulagret. Då Qlosr även framgent kan komma att uppvisa detta mönster i takt med att Bolaget växer, anser Analyst Group att värdera Qlosr baserat på de kommande tolv månadernas ("NTM") EBITDA skulle spegla en mer rättvisande bild av Bolagets finansiella prestation.

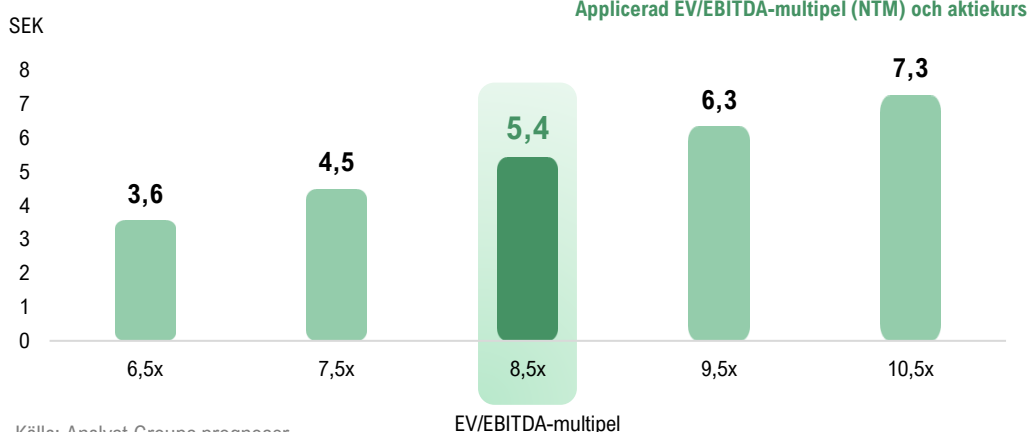
¹ Peer-data är hämtat från TIKR.

5,4 KR
PER AKTIE PÅ 2023
ÅRS PROGNOSS
(BASE)

Peer-gruppen värderas till en genomsnittlig forward EV/EBITDA-multipel om 7,9x på 2023 års estimat (median 7,6) och 7,4x (median 7,1x) på 2024 års estimat, samtidigt som Qlosr värderas till 10x givet Analyst Groups estimat för år 2023 och 5,4x 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 55,1 MSEK härleds ett potentiellt bolagsvärde om 471 MSEK och efter avdrag av estimerad nettoskuld motiveras en aktiekurs om 5,4 kr (7,5) 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 ett lägre genererat fritt kassaflöde än tidigare estimerat.

I ett Base scenario motiveras en aktiekurs om 5,4 kr (7,5), givet de kommande tolv månadernas ("NTM") EBITDA och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 8,5x.

Aktiekurs i ett Base scenario.



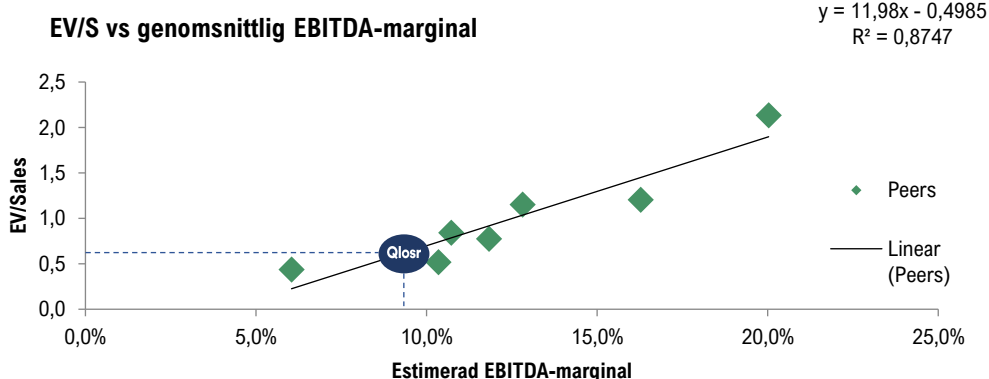
Källa: Analyst Groups prognoser

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 0,57x för år 2023, vilket skulle motsvara en aktiekurs om 3,70 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



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

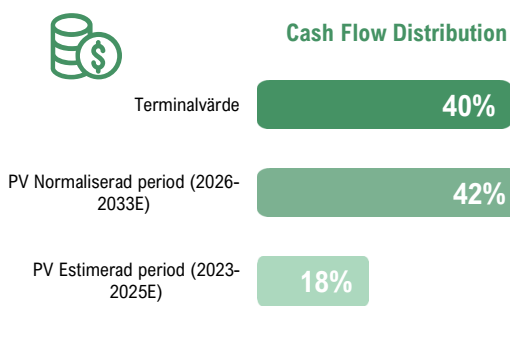
Källa: Analyst Groups prognoser

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 2026-2033¹ samt en terminalperiod. Under den explicita prognosperioden estimeras Qlosr uppvisa en organisk CAGR i nettoomsättningen om 10,1 %, där vi använder 2022 års estimerade proformasiffror. Vidare estimeras Qlosr expandera Bolagets EBITDA-marginal från 5,7 % år 2023 till 10,7 % under år 2025. Under normaliseringsperioden estimeras Qlosr uppvisa en CAGR i nettoomsättningen om ca 6 % 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 5,7 kr per aktie.



DCF Input	
Nettoomsättning, CAGR 2022-2025E	10,1%
Nettoomsättning, CAGR 2025-2028E	5,7%
Nettoomsättning, CAGR 2028-2033E	5,0%
EBITDA, CAGR 2022-2025E	30,3%
EBITDA, CAGR 2025-2028E	13,0%
EBITDA, CAGR 2028-2033E	3,0%
Rörelsekapital (% nettoomsättningen, 2028-2033E)	5,0%
Capex (% av nettoomsättningen, 2028-2033E)	2,4%
D&A (% av nettoomsättningen, 2028-2033E)	2,3%
Skattesats	20,6%
Terminal Value Assumptions	
Terminaltillväxt	2,0%
Långsiktig EBITDA-marginal	12,0%
Rörelsekapital (i % av nettoomsättning)	5,0%
D&A (i % av nettoomsättning)	2,1%
CAPEX (i % av nettoomsättning)	2,1%
Skattesats	20,6%
WACC Assumptions	
Riskfri ränta	2,5%
Marknadsriskpremie	5,6%
Levered Beta	1,6
Small-Cap Risk Premium	3,8%
Company Specifik Risk Premium	5,8%
Cost of Equity	21,0%
Target Debt/(Debt+Equity)	52,6%
WACC	13,6%
Valuation Summary	
PV Estimerad period (2023-2025E)	91 938
PV Normaliserad period (2026-2033E)	218 455
Terminalvärde	209 846
Terminalvärde i % av Enterprise Value	40,3%
Total Enterprise Value	520 240
Nettoskuld, Q3-23	178 825
Equity Value	341 415
Antal aktier	59 441
Equity Value Per Share	5,7

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 6,1 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 6,6 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

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

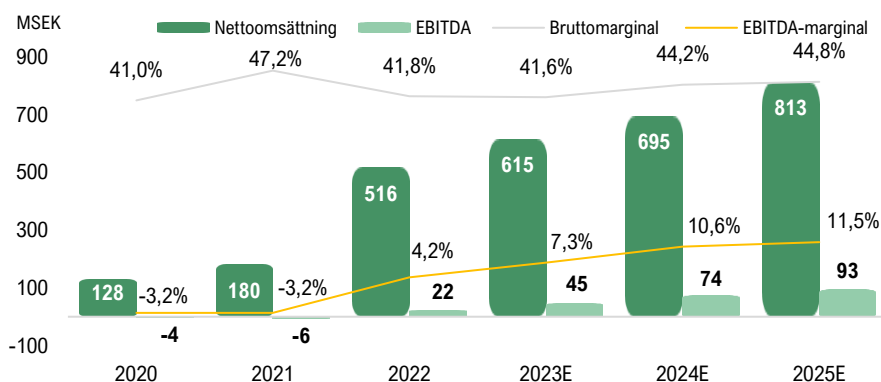
	Långsiktig EBITDA-marginal				
	8,0%	10,0%	12,0%	14,0%	16,0%
WACC					
11,6%	5,5	6,6	7,8	9,0	10,2
12,6%	4,7	5,7	6,7	7,7	8,6
13,6%	4,1	4,9	5,7	6,6	7,4
14,6%	3,6	4,3	5,0	5,7	6,4
15,6%	3,1	3,7	4,3	4,9	5,5

¹ Bestående av två perioder, 2026-2028E samt 2029-2033E.

Bull & Bear

Bull scenario

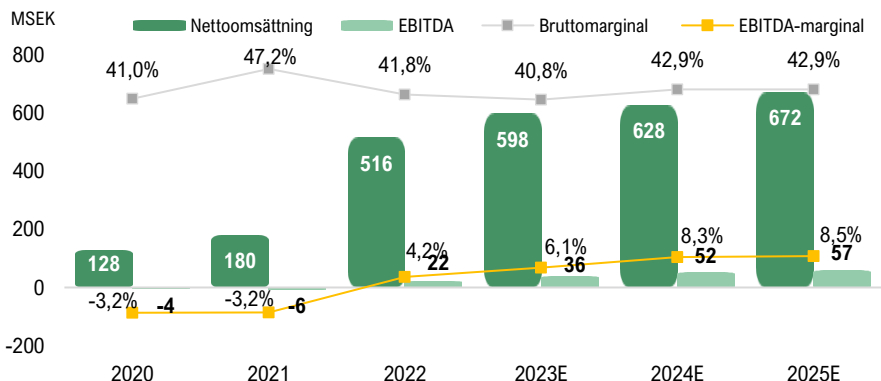
Den starka trenden av paketerade tjänster estimeras fortgå, och accelereras ytterligare, vilket förväntas öka efterfrågan för Qlosrs helhetslösning inom IT-lösningar mer än vad som antas i ett Base scenario. I ett Bull scenario antar Analyst Group att Qlosr kan bredda produkt-erbjudandet i en högre takt 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 63,9 MSEK motiveras ett potentiellt värde per aktie om 7,4 kr (9,9).



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 6,8x och givet estimerat EBITDA-resultat NTM om 43,6 MSEK motiveras ett potentiellt värde per aktie om 2,0 kr (3,4).



Källa: Analyst Groups prognoser

Bull scenario

Estimerad EBITDA NTM

63,9 MSEK

Applicerad
EV/EBITDA multipel

9.5x

Potentiell aktiekurs

7,4 SEK

Bear scenario

Estimerad EBITDA NTM

43,6 MSEK

Applicerad
EV/EBITDA multipel

6,8x

Potentiell aktiekurs

2,0 SEK



Vi börjar närma oss slutet av år 2023 och för årets första nio månader summeras nettoomsättningen till 442,3 MSEK och det justerad EBITDA-resultatet till 20,9 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 4,7 %. Vad tar du med dig från snart gångna år och vad kommer vara i fokus under år 2024?

Riktigt bra fart i de nya affärerna vilket övergripande är väldigt viktigt och sedan halvårsskiftet har vi initierat ett antal viktiga Initiativ för att öka marginalen. Hela nya väst organisationen och uppdelningen i Stockholm där vi har lokal STH's försäljning och en nationell organisation för samtliga paketerade tjänster är två viktiga exempel som skall driva detta.

Givet att det finansiella läget står sig under 2024 alternativt försämras, hur ser du på Qlosrs förmåga att leverera på de uttalade organiska tillväxtmålen? Vad ser ni i dagsläget som de största utmaningarna att hantera och överkomma under år 2024?

Ja det är ju precis det. Givet att omvärldsfaktorerna inte förändras till det bättre så kommer vi fokusera på den organiska tillväxten och i ett sådant scenario kommer de finansiella målen att försenas.

Kassaflödet har under året varit i en nedåtgående trend givet en negativ förändring av rörelsekapitalet, samtidigt som de räntebärande skulderna successivt har ökat. Kan du börja med att redogöra bakgrunden till denna utveckling och sedan förklara vilka åtgärder ni har tagit och kommer att vidta för att förbättra likviditeten framöver?

Efter halvårsskiftet har vi satt igång med en rad aktiviteter som bl.a givit att kassaflödet från verksamheten efter förändringar av rörelse kapitalet förbättrats med drygt 16 mkr jmf med samma kvartal f.g år. Vi fortsätter det arbetet som bl.a handlar om att vi behöver lägga om betalningsvillkor och samtidigt ha balans i transformeringen till återkommande intäkter. Återkommande intäkter har en bättre lönsamhet och skapar stabilitet men påverkar kortsiktigt vinst och kassaflöde negativt och direktintäkter har kortsiktiga effekter på kassaflöde men bygger inte samma långsiktighet och ökad långsiktig lönsamhet.

Under det tredje kvartalet har ni vidtagit såväl operationella som organisationsmässiga åtgärder/initiativ, där ni dels ämnar genomföra en regional satsning i Värmland, dels har delat upp Stockholms-organisationen i två enheter: Qlosr Stockholm och Managed Services. Kan du berätta om bakgrunden till dessa två initiativ samt vad ni förväntar er att detta ska resultera i kommande kvartal?

Totalt har vi sagt att det skall ge en kostnadsbesparing under 2024 med 16 mkr och redan under Q4 2023 kommer vi se effekter från programmet.

Ni lanserade nyligen en ny prenumerationstjänst – Secure Workplace – kan du redogöra för hur tjänsten rent konkret hjälper era såväl befintliga som potentiella kunder samt hur bemötandet hittills har varit?

Ungefär 50% av de våra nya Workplace affärer är baserade på Secure Workplace och rent konkret handlar det om kompletterande licenser samt tillhörande tjänstepaketeringar såsom:

- aktiv övervakning av kundens miljö, skulle tex ett intrång ske som vi upptäcker via uppsatta larm, tar vi action direkt via vår SOC Security operation center.
- proaktivt utbilda personal och verksamheten via AI-baserade utbildningar för att förebygga och hjälpa användarna till bättre beteende.

I slutändan av dagen handlar det om att förhindra säkerhetsincider för våra kunder just via den här tjänsten. Både intrång, dataläckage och hackade konton. Antal förhindrade incidenter är många och det gör också att kunden verkligen ser nyttan när dom valt att uppgradera.

**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, affärsområdeschef för hosting på EPiServer AB och som Technical Director på Nordlo SLS AB. Joakim innehar en Executive MBA från Henley Business School. *Joakim äger 4 667 460 A-aktier och 26 736 876 B-aktier indirekt genom Qlosr Holding AB, där Joakim Ribb äger 14,9 procent; samt 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**

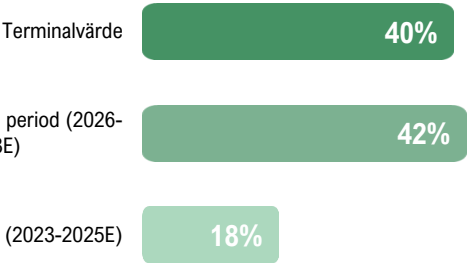
David Karlsson är medgrundare och Investment Director på Nicoya. Han har en bakgrund från Merrill Lynch, Lynx Capital och Carnegie Investment Bank i olika roller, senast på Carnegie var David Head of Equities. David har en utbildning från Zicklin School of Business Baruch College, New York. *David har 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	575,6	639,9	726,9					
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	33,5	30,2	30,3					
Total nettoomsättning	127,9	180,0	515,6	566,6	609,1	670,0	757,2					
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-126,8	-299,8	-328,5	-358,2	-377,2	-421,7					
Bruttoresultat	52,4	53,2	215,7	238,1	251,0	292,8	335,4					
Bruttomarginal	41,0%	29,6%	41,8%	42,0%	41,2%	43,7%	44,3%					
Justerad bruttomarginal	41,0%	47,2% ¹	44,0% ²	44,0% ²	40,6% ³	43,7%	44,3%					
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-41,7	-44,2	-46,9					
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-168,1	-183,6	-206,7					
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,7	-0,8					
EBITDA	-4,1	-37,4	21,7	27,4	40,5	64,3	81,0					
EBITDA-marginal	-3,2%	-20,8%	4,2%	4,8%	6,7%	9,6%	10,7%					
Justerat EBITDA-resultat	-4,1	5,3¹	36,6²	44,2²	34,5³	64,3	81,0					
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% ¹	7,1% ²	7,8% ²	5,7% ³	9,6%	10,7%					
Av- och nedskrivningar	-0,5	-5,3	-61,0	-73,2	-77,1	-69,2	-72,2					
EBIT	-4,6	-42,7	-39,3	-45,8	-36,6	-4,9	8,8					
EBIT-marginal	-3,6%	-23,7%	-7,6%	-8,1%	-6,0%	-0,7%	1,2%					
Finansiella intäkter & resultat från övriga värdepapper och fordringar som är anläggningssillgångar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Finansiella kostnader	-1,1	-3,4	-10,3	-10,3	-13,4	-13,4	-12,5					
Bokslutsdispositioner	0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
EBT (Res. före skatt)	-5,0	-46,1	-49,5	-56,1	-50,0	-18,3	-3,6					
Skatt	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0					
Uppskjuten skatt	0,0	3,6	2,5	2,5	0,0	0,0	0,0					
Periodens resultat	-4,8	-42,5	-47,1	-53,6	-50,0	-18,3	-3,6					
Nettomarginal	-3,8%	-23,6%	-9,1%	-9,5%	-8,2%	-2,7%	-0,5%					
Base scenario	Explicit prognosperiod			Normaliserad prognosperiod								Terminal
Discounted Cash Flow Analysis (DCF)	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	Value
NOPAT	-22	6	20	19	65	75	77	80	82	85	89	-
Plus: D&A	62	56	56	50	1	1	23	24	24	24	25	-
Less: CAPEX	21	21	22	23	24	24	25	25	25	25	25	-
Changes in NWC (Increase in NWC (-) / Decrease (+))	-12	15	-9	-1	-3	6	-8	-2	-2	-3	-3	-
Fritt Kassaflöde	8	57	45	45	39	46	68	77	80	82	86	88
Fritt kassaflöde (diskonterat)	8	50	35	31	23	24	31	31	28	26	24	210

Base scenario (MSEK)	
WACC	13,6%
Nuvärde fria kassaflöden	310,5
Terminalvärde	209,9
Enterprise Value	520,4
Nettoskuld	178,8
Equity Value	341,6
Antal aktier (i miljontal)	59,4
Värde per aktie (SEK)	5,7

Cash Flow Distribution



¹ Justerat för den omställningskostnaden om 31,7 MSEK samt 11 MSEK relaterat till det omvända förvärvet som belastades kostnadsbasen, tillika resultatet, under H2-21.
² Engångskostnader år 2022 i samband med sammanslagningen av Stockholmsenheter:
▪ Bruttokostnader: -11,3 MSEK
▪ Rörelsekostnader: -3,6 MSEK
³ Exklusive de positiva effekterna om 6 MSEK från omvärdering av tilläggsköpeskillingar

Base scenario MSEK	Q1-22	Q2-22	Q3-22	Q4-22	2022A	Q1-23	Q2-23	Q3-23	Q4-23E	2023E	Q1-24E	Q2-24E	Q3-24E	Q4-24E	2024E
Nettoomsättningsstillväxt Y-Y	282,8%	280,7%	282,9%	75,0%	186,5%	19,4%	33,8%	5,5%	14,7%	18,2%	8,6%	4,2%	18,2%	10,4%	10,0%
Nettoomsättning	109	119	124	127	479	135	158	126	157	576	148	167	153	172	640
Aktiverat arbete	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0					0
Övriga rörelseintäkter	12	5	1	18	37	10	8	6	10	34	9	6	3	12	30
Total nettoomsättning	121	124	125	145	516	144	166	132	167	609	156,9	172,6	156,3	184,2	670,0
Handelsvaror (COGS)	-68	-69	-87	-76	-300	-84	-104	-76	-95	-358	-87	-98	-94	-98	-377
Handelsvaror (COGS) (Justerat)	-68	-69	-76	-76	-289	-84	-104	-76	-95	-358	-87	-98	-94	-98	-377
Bruttoresultat	53	55	38	70	216	61	62	57	72	251	70	74	62	86	293
Justerat bruttoresultat	53	55	50	70	227	61	62	57	72	245	70	74	62	86	293
Bruttomarginal	37,4%	41,6%	30,2%	40,5%	37,4%	38,0%	34,2%	39,9%	39,4%	41,2%	41,2%	41,2%	38,3%	43,3%	43,7%
Justerad bruttomarginal	52,7%	59,6%	54,5%	56,6%	55,5%	54,4%	56,7%	52,5%	45,5%	40,6%	47,5%	44,6%	40,4%	50,2%	43,7%
Övriga externa kostnader	-12	-13	-18	-6	-48	-9	-10	-11	-11	-42	-10	-11	-14	-9	-44
Personalkostnader	-34	-34	-31	-45	-145	-43	-44	-35	-46	-168	-45	-45	-39	-54	-184
Övriga rörelsekostnader	0	0	0	-1	-1	0	0	0	0	-1	0	0	0	0	-1
SG&A	-46	-47	-49	-52	-194	-52	-54	-46	-58	-210	-55	-57	-53	-63	-228
EBITDA	7	8	-11	18	22	9	8	11	14	41	15	18	9	24	64
Justerat EBITDA	8	8	4	18	37	9	8	5	14	35	15	18	9	24	64
EBITDA-marginal	5,8%	6,1%	-8,4%	10,5%	4,5%	6,3%	5,0%	8,3%	8,7%	7,0%	10,0%	10,6%	5,9%	13,6%	10,1%
Justerad EBITDA -marginal	7,4%	7,1%	3,5%	14,0%	7,6%	6,3%	5,0%	3,6%	8,7%	6,0%	10,0%	10,6%	5,9%	13,6%	10,1%
Av- och nedskrivningar	-15	-15	-16	-23	-61	-17	-18	-24	-19	-77	-17	-17	-17	-17	-69
<i>Im- och materiella anläggningstillgångar & Fin. Lease</i>	-2	-1	-2	-9	-15	-3	-4	-4	-4	-15	-3	-3	-3	-3	-13
<i>Goodwill</i>	-13	-14	-14	-14	-47	-14	-14	-20	-15	-62	-14	-14	-14	-14	-56
EBIT	-8	-7	-27	-5	-39	-9	-10	-13	-5	-37	-3	0,3	-8,2	6,2	-4,9
Justerat EBIT	-7	-6	-12	-5	-24	-9	-10	-19	-5	-43	-3	0,3	-8,2	6,2	-4,9
EBIT-marginal	-6,5%	-5,8%	-21,4%	-3,4%	-7,6%	-5,9%	-5,9%	-9,9%	-3,1%	-6,0%	-1,6%	0,2%	-5,3%	3,4%	-0,7%
Justerad EBIT-marginal	-5,7%	-5,0%	-9,6%	-3,4%	-4,7%	-5,9%	-5,9%	-14,5%	-3,1%	-7,0%	-1,6%	0,2%	-5,3%	3,4%	-0,7%

Appendix

Base scenario MSEK	2021	2022	2023E	2024E	2025	2026	2027
Tillgångar							
Balanserade utgifter för utveckling	2	2					
Koncession, patent, licenser, varumärken etc	4	4					
Summa immateriella tillgångar ex Goodwill	6	6	5	5	5	5	5
Goodwill	184	222	161	105	50	0	0
Summa immateriella tillgångar, inkl Goodwill	190	228	166	110	54	5	5
Materiella anläggningstillgångar	12	21	27	34	39	41	43
Summa materiella anläggningstillgångar	12	21	27	34	39	41	43
Andra långfristiga värdepappersinnehav	3	1					
Uppskjuten skattefordran	7	13					
Övriga finansiella anläggningstillgångar	6	2					
Summa finansiella anläggningstillgångar	16	15	15	15	15	15	15
Summa anläggningstillgångar	217	265	208	159	108	61	63
Lager	9	17	28	26	31	31	29
Kundfordringar	71	103	117	117	133	140	144
Övriga fordringar	60	49	55	60	64	69	72
Summa omsättningstillgångar exkl kassa	141	168	209	212	237	248	255
	0	0					
Övriga kortfristiga placeringar	0	0	0	0	0	0	0
Kassa	43	47	17	24	56	107	153
Summa omsättningstillgångar	183	215	226	236	293	354	408
	0	0					
Total tillgångar	400	480	434	395	401	416	471
Eget kapital							
Aktiekapital	12	13	13	13	13	13	13
Reserver	0	0	0	0	0	0	0
Övrigt tillskjutet kapital	174	179	187	187	187	187	187
Summa bundet eget kapital	186	191	200	200	200	200	200
Balanserat resultat / annat eget kapital							
inklusive årets resultat	-68	-118	-168	-187	-190	-180	-123
Summa fritt eget kapital	-68	-118	-168	-187	-190	-180	-123
Summa eget kapital	118	73	32	13	10	20	77
Skulder							
Avsättningar	54	63	32	15	15	15	15
Summa avsättningar	54	63	32	15	15	15	15
Räntebärande skulder (kort- och långfristiga)	51	152	179	173	167	162	156
Summa räntebärande skulder	51	152	179	173	167	162	156
Övriga långfristiga skulder (ej räntebärande)	22	42	30	14	14	14	14
Kortfristiga skulder (ej räntebärande)							
Aktuella skatteskulder	1	2	2	2	2	2	2
Leverantörsskulder	36	73	83	91	102	109	115
Övriga kortfristiga skulder	118	75	76	87	92	94	93
Summa kortfristiga skulder	156	150	161	179	195	205	209
Summa totala skulder	282	407	402	382	391	396	394
Summa eget kapital & skulder	400	480	434	395	401	416	471

Appendix

Bull scenario MSEK	2020	2021	2022	2022 Proforma	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	113,0	143,3	478,8	566,6	581,0	660,0	776,3
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	33,8	34,7	36,6
Total nettoomsättning	127,9	180,0	515,6	566,6	614,8	694,7	812,8
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-126,8	-299,8	-328,5	-359,0	-387,7	-448,7
Bruttoresultat	52,4	53,2	215,7	238,1	255,8	307,1	364,1
Bruttomarginal	41,0%	29,6%	41,8%	42,0%	41,6%	44,2%	44,8%
Justerad bruttomarginal	41,0%	47,2% ¹	44,0% ²	44,0% ²	41,0% ³	44,2%	44,8%
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-41,8	-43,1	-48,8
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-168,8	-189,7	-221,1
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,7	-0,8
EBITDA	-4,1	-37,4	21,7	27,4	44,6	73,6	93,5
EBITDA-marginal	-3,2%	-20,8%	4,2%	4,8%	7,3%	10,6%	11,5%
Justerat EBITDA-resultat	-4,1	5,3	36,6²	44,2²	38,6³	73,6	93,5
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0%	7,1% ²	7,8% ²	6,3% ³	10,6%	11,5%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-5,3	-61,0	-73,2	-77,5	-69,9	-73,2
EBIT	-4,6	-42,7	-39,3	-45,8	-32,9	3,7	20,3
EBIT-marginal	-3,6%	-23,7%	-7,6%	-8,1%	-5,3%	0,5%	2,5%

Bear scenario MSEK	2020	2021	2022	2022 Proforma	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	113,0	143,3	478,8	566,6	564,9	596,3	641,4
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	32,9	31,4	30,2
Total nettoomsättning	127,9	180,0	515,6	566,6	597,8	627,7	671,6
Handelsvaror (COGS)	-75,5	-126,8	-299,8	-328,5	-353,9	-358,4	-383,5
Bruttoresultat	52,4	53,2	215,7	238,1	243,9	269,3	288,1
Bruttomarginal	41,0%	29,6%	41,8%	42,0%	40,8%	42,9%	42,9%
Justerad bruttomarginal	41,0%	47,2% ¹	44,0% ²	44,0% ²	40,2% ³	42,9%	42,9%
Övriga externa kostnader	-14,6	-31,4	-48,5	-51,1	-41,2	-42,7	-44,3
Personalkostnader	-41,9	-59,1	-144,5	-158,6	-165,6	-173,9	-186,0
Övriga rörelsekostnader	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-0,6	-0,6	-0,7
EBITDA	-4,1	-37,4	21,7	27,4	36,5	52,1	57,1
EBITDA-marginal	-3,2%	-20,8%	4,2%	4,8%	6,1%	8,3%	8,5%
Justerat EBITDA-resultat	-4,1	5,3¹	36,6²	44,2²	30,5³	52,1	57,1
Justerad EBITDA-marginal	-3,2%	3,0% ¹	7,1% ²	7,8% ²	5,1% ³	8,3%	8,5%
Av- och nedskrivningar	-0,5	-5,3	-61,0	-73,2	-76,7	-68,3	-70,9
EBIT	-4,6	-42,7	-39,3	-45,8	-40,2	-16,2	-13,8
EBIT-marginal	-3,6%	-23,7%	-7,6%	-8,1%	-6,7%	-2,6%	-2,1%

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

² Engångskostnader år 2022 i samband med sammanslagningen av Stockholmsheterna:

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

³ Exklusive de positiva effekterna om 6 MSEK från omvärdering av tilläggsköpeskillingar

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.

Analysen 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.