Exsitec

Tillväxtmodellen får ny kraft

2026-11-03

Vi inleder bevakning på Exsitec, en leverantör av affärskritiska IT-system till främst medelstora företag i Norden. Bolaget hjälper kunder att välja, implementera och integrera programvaror inom bland annat affärssystem, beslutsstöd, kundhantering och fakturahantering. Efter implementationen erbjuder Exsitec support, förvaltning och vidareutveckling. Verksamheten finns i Sverige, Norge, Danmark och Finland och omfattar omkring 7 000 kunder och 700 medarbetare efter förvärvet av Amesto.

Långvariga kundrelationer och återkommande intäkter stärker affärsmodellen

Affärsmodellens styrka ligger i att ett första systemprojekt ofta blir början på en lång kundrelation. Omkring 80 % av konsultintäkterna kommer från befintliga kunder, och nya implementationer bygger basen av återkommande programvaru- och supportintäkter. Programvaruintäkterna redovisas netto efter leverantörernas andel och kan växa utan en motsvarande ökning av personalstyrkan, även om de förutsätter en fungerande försäljnings- och konsultorganisation. Vi bedömer att kombinationen ger högre intäktskvalitet och bättre skalbarhet än i ett traditionellt IT-konsultbolag. Exsitec har över tid kombinerat organisk tillväxt och förvärv med stabil lönsamhet. Under 2024–2025 var den organiska tillväxten dock begränsad, då befintliga kunder sköt upp IT-investeringar. Det dämpade konsultaktiviteten och pressade lönsamheten under 2024. Inga förvärv genomfördes heller under 2025. Programvaruintäkterna fortsatte däremot att växa väl och bidrog tillsammans med kostnadskontroll och högre effektivitet till att lönsamheten återhämtades under 2025.

Organisk återhämtning, Amesto och effektiviseringar ger ny kraft

Under 2026 har den organiska tillväxten varit positiv, med 3 % i Q3 efter 1 % i Q1 och 8 % i Q2. Exsitec beskriver en gradvis förbättrad efterfrågan och konsultbeläggning i Sverige, medan konsultmarknaden i Norge och Danmark fortsatt är mer avvaktande. Orderingången ökade med 23 % i Q3 och de återkommande programvaruintäkterna växte organiskt med 14 % på rullande tolv månader. Enligt bolaget kan uppskjutna investeringar ge stöd för en bredare återhämtning, vilket även bör förbättra resursutnyttjandet och stärka lönsamheten. I maj genomförde Exsitec sitt hittills största förvärv genom köpet av Amesto Solutions, som väntas bidra med 230 MNOK i omsättning och 40 MNOK i justerad EBITA under de första tolv månaderna efter tillträdet. Förvärvet tillför drygt 1 500 kunder, gör Exsitec till den största Visma-partnern i Norge och skapar möjligheter till korsförsäljning. Amestos högre andel programvaruintäkter stärker också intäktsmixen. Efter förvärvet har Exsitec identifierat årliga nettobesparingar om cirka 35 MSEK i hela koncernen. Av dessa ingick cirka 10 MSEK redan i det ursprungligen kommunicerade resultatbidraget från Amesto. Besparingarna väntas få full effekt från Q1’27 och enligt bolaget endast marginell påverkan på intäkterna. I Q2’26 genomfördes även en separat omstrukturering av utvecklingsverksamheten i Norge, som väntas ge ytterligare cirka 10 MSEK i årliga besparingar. Vi ser därmed flera drivkrafter framåt som kan lyfta både tillväxten och resultatet.

Outlook

Vi bedömer att den organiska återhämtningen, Amestos bidrag, växande programvaruintäkter och genomförda kostnadsåtgärder ger förutsättningar för högre tillväxt och förbättrad lönsamhet. Kommande kvartal blir dock viktiga för att bekräfta återhämtningens uthållighet, att Amesto bidrar enligt förväntan och att besparingarna får avsedd effekt. AI är den största långsiktiga osäkerheten i vår bedömning av affärsmodellen. Tekniken kan minska arbetsinsatsen per projekt och påverka prissättning och konkurrens, men också frigöra kapacitet, sänka tröskeln för kundinvesteringar och skapa nya behov av implementation och integration. Ökad användning av AI-funktionalitet kan även bidra till högre programvaruintäkter. Exsitec uppger att bolaget hittills inte har sett någon negativ påverkan på efterfrågan, någon AI-driven prispress eller någon försvagning av partnerrollen. Vi ser därför begränsat stöd för en snabb strukturell försvagning av affärsmodellen, även om den långsiktiga nettoeffekten av AI fortfarande är osäker. Vi anser att bolagets långvariga kundrelationer, återkommande intäkter och skalbarhet motiverar en värderingspremie mot traditionella IT-konsultbolag. Vårt motiverade värde för 2027E uppgår till 189,3 SEK per aktie, motsvarande en uppsida om 64,6 %.

(MSEK)	**2023**	**2024**	**2025**	**2026E**	**2027E**
Nettoomsättning	751,3	811,3	894,9	1 028,5	1 183,2
Tillväxt y-o-y	*14,4%*	*8,0%*	*10,3%*	*14,9%*	*15,0%*
varav organisk tillväxt	*11,1%*	*-1,5%*	*1,8%*	*4,0%**	*5,1%**
Övriga rörelseintäkter	6,2	5,4	10,0	5,2	6,9
Summa intäkter	757,4	816,7	904,9	1 033,6	1 190,1
EV/S	*2,7*	*2,5*	*2,3*	*2,0*	*1,7*
Rörelsekostnader	-596,1	-662,3	-710,1	-805,9	-911,0
Tillväxt y-o-y	*9,1%*	*11,1%*	*7,2%*	*13,5%*	*13,0%*
Materiella av- och nedskriv.	-27,9	-33,7	-36,8	-37,8	-40,9
Justerad EBITA	133,4	120,6	158,0	190,0	238,2
Justerad EBITA-marginal	*17,8%*	*14,9%*	*17,7%*	*18,5%*	*20,1%*
Tillväxt y-o-y	*45,7%*	*-9,6%*	*31,0%*	*20,2%*	*25,4%*
EV/justerad EBITA	*15,2*	*16,8*	*12,8*	*10,7*	*8,5*
EV/justerad EBITA inkl. kassauppb.	-	-	-	*10,5*	*7,8*

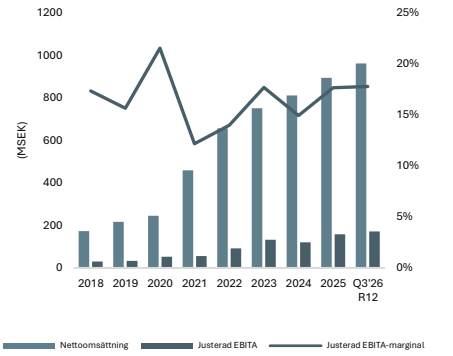
** Exklusive avyttringen av Zedcom*

Fakta

VD	Niklas Ek
Lista	First North
Ticker	EXS
Aktiekurs (SEK)	115,0
Antal aktier (Miljoner)	13,4
Börsvärde (MSEK)	1 546,7
Nettoskuld (MSEK)	481,9*
EV (MSEK)	2 028,6
Insiderägande	36,7%
Nästa rapport	2027-02-02

** Exklusive leasing, inklusive uppskjutna och villkorade förvärvsköpeskillingar*

Finansiell historik

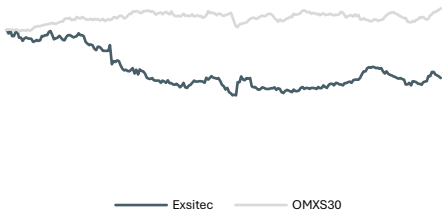


Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	**1 m**	**3 m**	**12m**
Exsitec	+2,7	+10,6	-28,1

Investeringscaset i sex punkter

01

Högre kvalitet än en traditionell konsultaffär

Exsitec hjälper medelstora företag i Norden att implementera och integrera affärskritiska system. Affärsmodellen kännetecknas av långvariga kundrelationer, där omkring 80 % av konsultintäkterna kommer från befintliga kunder. Varje ny implementation kan bygga basen av återkommande programvaru- och supportintäkter samt skapa möjligheter till merförsäljning. När fler system och integrationer tillkommer fördjupas kundrelationen och byteskostnaderna ökar. Den stora installerade kundbasen ger därmed en mer förutsägbar och skalbar affärsmodell än i ett traditionellt IT-konsultbolag.

Motargument: *Konsulttjänster utgör fortfarande den största delen av omsättningen. Exsitec är beroende av konsultverksamheten för att vinna kunder, utveckla relationerna och bygga återkommande intäkter. Långvariga kundrelationer innebär inte att konsultintäkterna är kontrakterade. Utvecklingen under 2024 visade att lägre kundaktivitet snabbt kan skapa överkapacitet och pressa lönsamheten när kostnadsbasen inte kan anpassas i samma takt.*

02

Den organiska tillväxten har vänt uppåt

Exsitec kan växa genom att hjälpa befintliga kunder med fler system, integrationer och tjänster, samtidigt som nyförsäljningen successivt breddar kundbasen. Affärskritiska system behöver utvecklas när kundernas verksamheter förändras, vilket skapar löpande affärsmöjligheter. Efter två år av begränsad organisk tillväxt har utvecklingen vänt uppåt, med högre aktivitet hos befintliga kunder och en stark orderingång. Uppskjutna IT-investeringar kan ge ytterligare stöd när kundernas investeringsvilja stärks. Det ger förutsättningar för fortsatt organisk tillväxt och bättre konsultbeläggning.

Motargument: *Återhämtningen är fortfarande gradvis och ojämn mellan marknaderna, med högre aktivitet främst i Sverige. Det är därför ännu osäkert om förbättringen kommer att bestå och breddas över kundbasen och övriga marknader. Stark nyförsäljning kompenserar inte heller omedelbart för lägre aktivitet hos befintliga kunder. Om investeringsviljan förblir försiktig eller det uppdämda behovet visar sig mindre än väntat kan tillväxten förbli låg och den förväntade förbättringen i konsultbeläggningen utebli.*

03

Beprövad förvärvsstrategi med fortsatt potential

Förvärv är en etablerad del av Exsitecs tillväxtmodell och används för att tillföra kundrelationer, kompetens och programvaruerbjudanden samt stärka den geografiska närvaron. Det senaste förvärvet, Amesto Solutions, stärker framför allt positionen i Norge och tillför en kundbas som kan erbjudas fler delar av Exsitecs produktportfölj. Integration i den befintliga organisationen skapar även möjligheter till kostnadssynergier och effektivare resursutnyttjande. Den fragmenterade nordiska marknaden, bolagets kassagenerering och beprövade strategi ger förutsättningar för fortsatt värdeskapande genom selektiva förvärv.

Motargument: *Värdeskapandet beror på förvärvspris, integration och förmågan att behålla kunder och nyckelpersoner. Amesto innebär större integrationsrisk än tidigare mindre förvärv, och högre skuldsättning begränsar utrymmet för nya större transaktioner på kort sikt. När Exsitec växer kan relevanta förvärv bli färre inom de mest etablerade områdena. Nya programvaruekosystem och geografier kan förlänga tillväxtmöjligheterna, men innebär också högre exekveringsrisk.*

04

Växande programvaruintäkter och effektivare organisation kan stärka marginalen

De återkommande programvaruintäkterna har över tid vuxit snabbare än Exsitecs omsättning och kan öka utan en motsvarande utbyggnad av personalstyrkan. Intäkterna förutsätter en fungerande försäljnings-, marknads- och konsultorganisation, men den växande installerade basen ger möjlighet till högre intjäning per medarbetare. Det viktiga är att programvaruintäkterna växer snabbare än den kostnadsbas som krävs för att utveckla affären. Tillsammans med bättre konsultbeläggning och genomförda effektiviseringar skapar detta förutsättningar för högre lönsamhet.

Motargument: *Nettoredovisningen av programvaruintäkterna innebär inte att de saknar kostnader. Försäljning, marknadsföring och kundutveckling kräver löpande resurser, och lönsamheten är fortsatt känslig för konsultbeläggningen. Högre rekryteringsbehov eller svagare marginaler i förvärvade verksamheter kan motverka skalbarheten. Besparingarna behöver dessutom realiseras utan att försäljningen eller leveransförmågan försämras.*

05

AI kan bli en ny tillväxt- och effektivitetsmotor

AI kan frigöra kapacitet, sänka kostnaden för kundanpassningar och göra fler projekt ekonomiskt motiverade. Tillgång till ny AI-funktionalitet kan även påskynda övergången till molnbaserade system. Exsitecs kundrelationer, verksamhetsförståelse och integrationskompetens ger förutsättningar att hjälpa kunderna att realisera nyttan av tekniken. Ökad användning av partnerprogramvarorna kan dessutom bidra till högre återkommande intäkter. Fastpris och värdebaserad prissättning kan på sikt ge bolaget större möjlighet att behålla en del av produktivitetsvinsten.

Motargument: *AI kan minska antalet fakturerbara timmar, skapa prispress och göra det enklare för kunder att själva hantera vissa arbetsmoment. Högre produktivitet behöver mötas av fler affärer eller förändrad prissättning för att stärka intjäningen. Programvaruleverantörer och nya aktörer kan också förändra konkurrensen och Exsitecs roll i värdekedjan. Nettoeffekten beror på hur efterfrågan, partnervillkoren och fördelningen av produktivitetsvinsterna utvecklas.*

06

Vinsttillväxt och potential för en högre värdering

Vi bedömer att Exsitecs långvariga kundrelationer, återkommande intäkter och skalbarhet motiverar en värderingspremie mot traditionella IT-konsultbolag. Förmågan att löpande återinvestera kassaflöden i förvärv ger även egenskaper gemensamma med specialiserade serieförvärvare. På kortare sikt kan organisk återhämtning, Amestos bidrag, växande programvaruintäkter och kostnadsbesparingar synliggöra resultatpotentialen. Om Exsitec över tid levererar uthållig vinsttillväxt och visar att affärsmodellen förblir relevant när AI utvecklas finns förutsättningar för både högre vinster och en högre värderingsmultipel.

Motargument: *En kvalitativ affärsmodell innebär inte automatiskt att aktien är felprissatt. En värderingspremie förutsätter att styrkorna omsätts i uthållig tillväxt, kassaflöde och god avkastning på förvärv. Om den organiska tillväxten förblir låg, marginalförbättringen uteblir eller AI försämrar intjäningen kan en värdering närmare traditionella IT-konsultbolag vara motiverad. Koncentrationen till nordiska marknader och ett begränsat antal programvaruekosystem begränsar också jämförbarheten med mer diversifierade serieförvärvare.*

Innehållsförteckning

Investeringscaset i sex punkter 2
Innehållsförteckning 3
Kort om Exsitec – leverantör av affärskritiska IT-system 4
Historik – från lokal konsultverksamhet till ledande nordisk aktör 4
Finansiell historik – en bevisad tillväxtmodell med stabil lönsamhet 5
Den organiska tillväxten har återvänt 5
Mer än ett traditionellt IT-konsultbolag – långvariga kundrelationer och återkommande intäkter 6
Expertkonsulter bygger samman affärskritiska system till en helhet 7
Erfarenhet och återanvändning skapar skalfördelar 7
Återkommande programvaruintäkter – den förbisedda kvalitetskomponenten 8
Växande programvaruintäkter ökar skalbarheten 8
Stor installerad kundbas skapar land-and-expand 9
Support förlänger och fördjupar kundrelationen 9
Tillväxtmotorn – organisk tillväxt kompletterad med selektiva förvärv 10
Selektiva förvärv stärker tillväxten 10
Ett urval av Exsitecs förvärv 10
Traineeprogrammet bygger kompetens och tillväxtkapacitet 11
Den organiska tillväxten har vänt uppåt 12
Stark orderingång bygger framtida affärer 12
Flera faktorer talar för en gradvis återhämtning 12
Återhämtad tillväxt och effektiviseringar ger stöd för lönsamheten 13
Genomförda åtgärder sänker kostnadsbasen 13
Amesto – ett strategiskt storleksskliv i Norge 14
Omstruktureringen är genomförd 14
Förvärv är fortsatt en långsiktig tillväxtmotor 15
Tillgångslätt affärsmodell med stark kassagenerering 16
Balansräkning i sammandrag 16
AI – hot mot verksamheten eller ny tillväxt- och effektivitetsmotor? 17
Hur exponerat är Exsitec egentligen? 18
Partnerrollen kan skapa nya affärsmöjligheter 18
Vem fångar produktivitetsvinsten? 19
Kundbasen ger en stabil grund för AI-driven merförsäljning 19
Ledning 20
Styrelse 21
Ägarbild 22
Utestående optionsprogram 22
Främsta risker 23
Peers – IT-konsulter och specialiserade serieförvärvare 24
Estimat 25
Motiverat värde i vårt huvudscenario 26
Känslighetsanalys 26
Disclaimer 27
Intressekonflikt 27

Kort om Exsitec – leverantör av affärskritiska IT-system

Verksamhet. Exsitec är ett IT-konsultbolag som kombinerar expertkompetens inom affärskritiska IT-system med återförsäljning av etablerade programvaror. Bolaget hjälper främst medelstora företag att välja, implementera, integrera och vidareutveckla lösningar inom bland annat affärssystem (ERP), beslutsstöd och Business Intelligence (BI), Customer Relationship Management (CRM), e-handel samt faktura- och lagerhantering. Exsitec har över 20 kontor i Sverige, Norge, Danmark och Finland och omkring 7 000 kunder efter förvärvet av Amesto.

Affärsmodell. Intäkterna består huvudsakligen av löpande konsulttjänster och återkommande intäkter från programvara och support. Exsitec utvecklar i begränsad utsträckning egen programvara och bygger i stället erbjudandet kring ett tjugotal externa programvarupartners, där Visma är störst, kompletterat med egenutvecklade integrationer. Konsultaffären fungerar som en ingång till de återkommande intäkterna, där nya implementationer och integrationer genererar konsultintäkter initialt och kan därefter addera löpande programvaru- och supportintäkter.

Go-to-market. Exsitec arbetar utifrån en land-and-expand-modell, där den initiala försäljningen ofta utgår från ett specifikt affärsproblem eller systembehov. Relationen kan därefter breddas till fler system, integrationer och tjänster. Den installerade kundbasen är viktig för tillväxtmodellen, då en stor del av intäkterna kommer från vidareutveckling och merförsäljning till befintliga kunder.

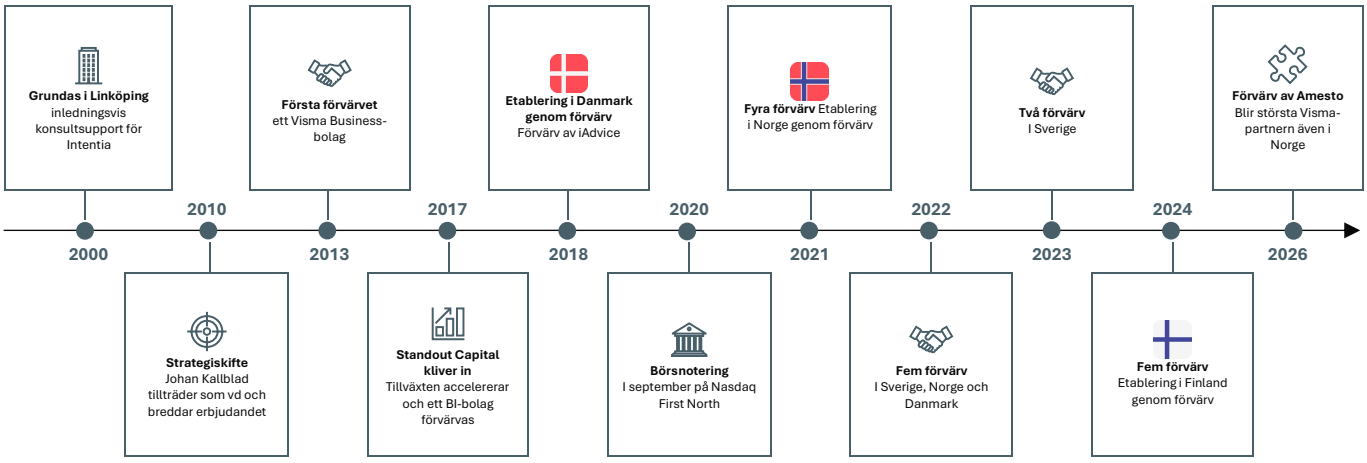
Strategi & finansiella mål. Exsitecs tillväxtstrategi kombinerar organisk tillväxt med selektiva förvärv. Organiskt ska bolaget växa genom nya kunder, merförsäljning till den befintliga kundbasen samt ett successiv bredare erbjudande. Förvärv används främst för att addera nya kunder och kompetens, stärka marknadspositionen och skapa stordriftsfördelar. De finansiella målen är att över tid öka omsättningen och justerad EBITA per aktie med minst 15 % årligen, hålla nettoskulden under 2,0x EBITDA samt dela ut 20–40 % av nettovinsten.

963 MSEK	171 MSEK	28 %	7 000+	>15
Omsättning R12	Justerad EBITA R12	Återkommande programvaruintäkter	Kunder efter förvärvet Av Amesto	Förvärv senaste 10 åren

Historik – från lokal konsultverksamhet till ledande nordisk aktör

Exsitec grundades år 2000 i Linköping och var inledningsvis främst inriktat på konsultstöd för affärssystemet Intentia (numera Infor). Ett strategiskifte skedde 2010 när Johan Kallblad tillträdde som vd. Under hans ledning breddades erbjudandet och Exsitec utvecklades mot en helhetspartner för medelstora företag, med ett bredare utbud av programvaror och tjänster kring kundernas affärskritiska system.

Det första förvärvet genomfördes 2013 och sedan dess har förvärv varit en återkommande del av tillväxtstrategin. Exsitec etablerade sig i Danmark 2018 och expanderade därefter till Norge 2021 och Finland 2024. Förvärven har breddat erbjudandet, kundbasen och den geografiska närvaron. Under 2026 genomfördes det hittills största förvärvet genom köpet av Amesto, vilket innebar ett betydande storlekskliv, gjorde Exsitec till den största Visma-partnern även i Norge och ökade andelen återkommande programvaruintäkter. Exsitec har över tid utvecklats från en lokal konsultverksamhet till en nordisk aktör med omkring 7 000 kunder och 700 medarbetare i fyra länder.

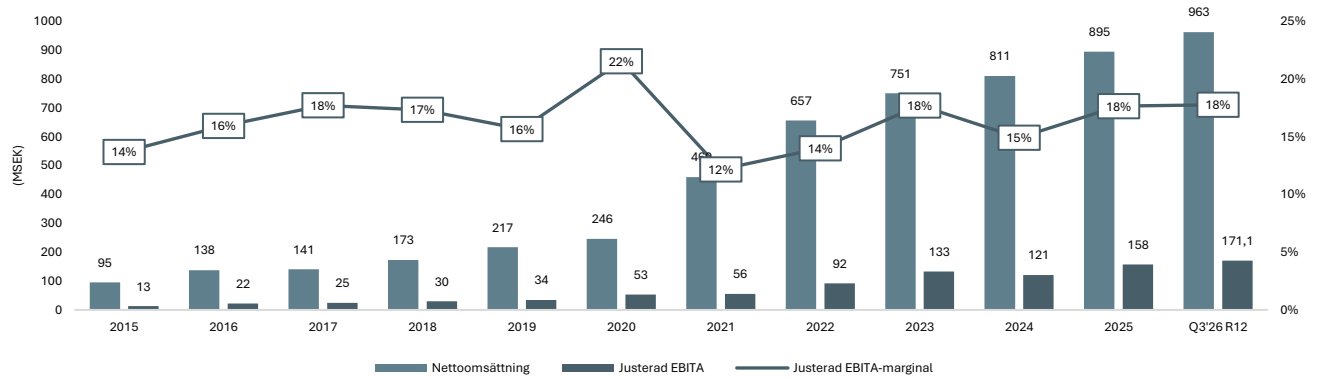


Finansiell historik – en bevisad tillväxtmodell med stabil lönsamhet

Exsitec har över tid kombinerat organisk tillväxt och förvärv med relativt stabil lönsamhet. Nettoomsättningen har under perioden 2020–2025 ökat med en CAGR om 29,5 %, från 246 MSEK till 895 MSEK. Justerad EBITA har under samma period vuxit med en CAGR om 24,4 %, från 53 MSEK till 158 MSEK. Vi fokuserar på justerad EBITA då måttet exkluderar avskrivningar på förvärvsrelaterade immateriella tillgångar samt vissa förvärvsrelaterade engångskostnader och andra jämförelsestörande poster. Det underlättar jämförelser av den underliggande operativa utvecklingen över tid.

En viktig del av utvecklingen har varit de återkommande intäkterna från programvara, som historiskt vuxit snabbare än omsättningen. Programvaruintäkterna redovisas netto efter leverantörens andel och kan växa utan en motsvarande ökning av personalstyrkan. Intäkterna förutsätter dock en fungerande försäljnings-, marknads- och konsultorganisation. Programvaruintäkterna förbättrar skalbarheten, ökar förutsägbarheten och minskar beroendet av den mer konjunkturkänsliga konsultaffären. Förvärvet av Amesto förstärker denna utveckling genom en högre andel programvaruintäkter än i Exsitec före förvärvet.

Finansiell utveckling, helår

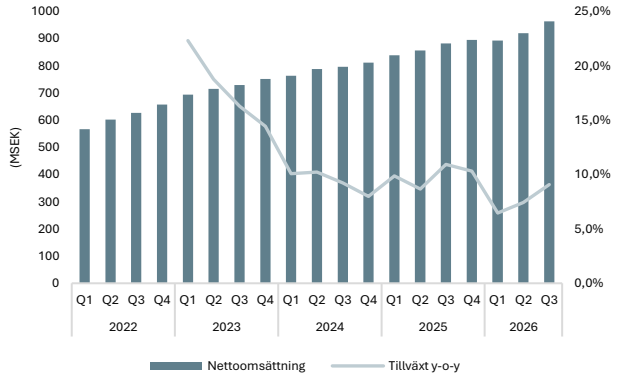


Den organiska tillväxten har återvänt

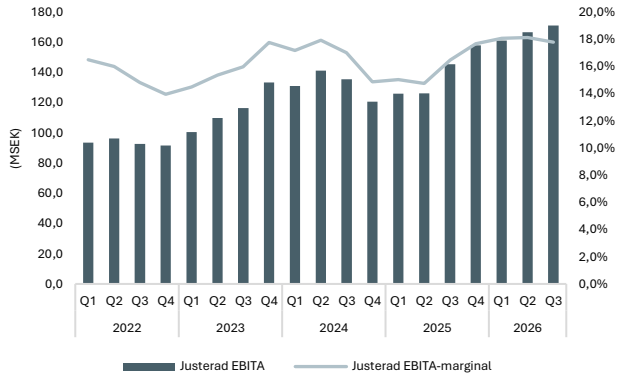
Under 2024 försvagades både den organiska tillväxten och lönsamheten. Befintliga kunder sköt upp mindre IT-investeringar och systemanpassningar, vilket pressade konsultbeläggningen. Exsitec hade samtidigt byggt ut organisationen genom ett rekordstort traineeprogram och högre säljkapacitet inför en förväntad starkare efterfrågan. Lägre personalomsättning än väntat förstärkte överkapaciteten. Integrationsarbete från tidigare förvärv bidrog också till lägre effektivitet. Satsningarna visade sig därmed ligga före efterfrågan. Under 2025 återhämtades lönsamheten genom växande programvaruintäkter, kostnadskontroll och högre effektivitet, trots fortsatt begränsad organisk tillväxt och inga nya förvärv.

Under 2026 har den organiska tillväxten förbättrats, men utvecklingen är fortsatt ojämn mellan marknader. Efter 1 % i Q1 och 8 % i Q2 uppgick tillväxten till 3 % i Q3. Bolaget beskriver en gradvis förbättrad efterfrågan och konsultbeläggning i Sverige, medan konsultmarknaden i Norge och Danmark fortsatt är mer avvaktande. Orderingången ökade med 23 % i Q3 och de återkommande programvaruintäkterna uppgick till 270 MSEK på rullande tolv månader, motsvarande 24 % tillväxt, varav 14 % organiskt. Vi bedömer att utvecklingen visar styrkan i de återkommande intäkterna, även om en bredare återhämtning i konsultaffären återstår att bekräfta. Amesto och genomförda effektiviseringar ger ytterligare stöd för högre intjäning framåt.

Nettoomsättning, LTM



Justerad EBITA, LTM



Mer än ett traditionellt IT-konsultbolag – långvariga kundrelationer och återkommande intäkter

Exsitec är specialiserat på ett utvalt antal affärskritiska system, där konsulterna kombinerar systemkompetens med förståelse för kundens verksamhet och processer. Bolaget hjälper kunder att identifiera affärsproblem, välja, implementera och integrera lämpliga system och ansvarar därefter för support, förvaltning och vidareutveckling. Exsitec fungerar på så sätt som länken mellan programvaruleverantören och slutkunden, med ambitionen att över tid ta ansvar för en större del av kundens verksamhetsstödjande IT.

Kundrelationen börjar typiskt med ett specifikt affärsproblem eller systembehov. Exsitec genomför en första implementation och samarbetet kan därefter breddas till fler system, integrationer och tjänster. Konsulterna arbetar med flera kunder parallellt och uppdragen varierar från större implementationer till mindre löpande insatser hos kunder som bolaget arbetat med under många år. Enligt bolaget kommer omkring 80 % av konsultintäkterna från befintliga kunder. Konsultverksamheten består därmed till stor del av återkommande affärer inom etablerade kundrelationer, vilket minskar beroendet av att kontinuerligt ersätta avslutade projekt med nya kunder.

Affärsmodellen bygger på tre huvudsakliga intäktsströmmar: konsulttjänster, programvara och support. Konsultintäkterna genereras vid implementation och integration av nya system samt genom löpande anpassning och vidareutveckling. Programvaruintäkterna kommer från partnerprogramvaror samt egna integrationer och komponenter. Supportintäkterna består av löpande åtaganden kopplade till kundernas installerade lösningar. En ny implementation genererar därför inte bara konsultintäkter, utan kan också bygga basen av återkommande programvaru- och supportintäkter. Intäktsströmmarna är nära sammanlänkade och förstärker varandra.

Vi bedömer att Exsitecs långvariga kundrelationer, återkommande intäkter och återanvändning av kompetens och integrationer ger högre intäktskvalitet och bättre skalbarhet än i ett traditionellt IT-konsultbolag. Programvaruintäkterna kan växa utan en motsvarande ökning av personalstyrkan, men förutsätter en fungerande försäljnings-, marknads- och konsultorganisation. Affärsmodellens styrka ligger därför i samspelet mellan konsultverksamheten, som bygger och utvecklar kundrelationerna, och den växande basen av återkommande intäkter.

Tre intäktsströmmar som bygger på samma kundrelation

Konsulttjänster

Implementation, integration, anpassning och vidareutveckling av kundernas affärskritiska system.

Intäktskaraktär: Projekt- och timbaserad, med återkommande uppdrag från befintliga kunder.

Viktiga drivare: Kundaktivitet, konsultbeläggning och pris.

Strategisk roll: Etablerar kundrelationen och skapar möjligheter till merförsäljning.

Exempel på tjänster: Systemval, implementation, integration, anpassning och vidareutveckling.

Programvara

Återkommande nettointäkter från partnerprogramvaror samt kompletterande egenutvecklade integrationer och komponenter.

Intäktskaraktär: Återkommande, kopplad till kundernas abonnemang och användning.

Redovisning: Netto efter leverantörens andel

Strategisk roll: Bygger en skalbar intäktsbas och stärker förutsägbarheten.

Exempel på programvaror: Affärssystem, CRM, fakturahantering, beslutstöd samt budget och planering

Support

Löpande supportåtaganden för de system och integrationer som Exsitec har levererat.

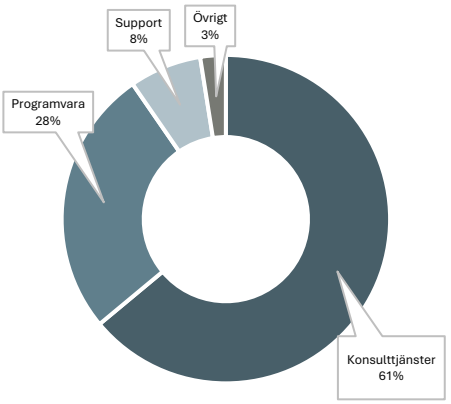
Intäktskaraktär: Återkommande genom löpande avtal.

Viktiga drivare: Installerad kundbas och anslutning till supportavtal.

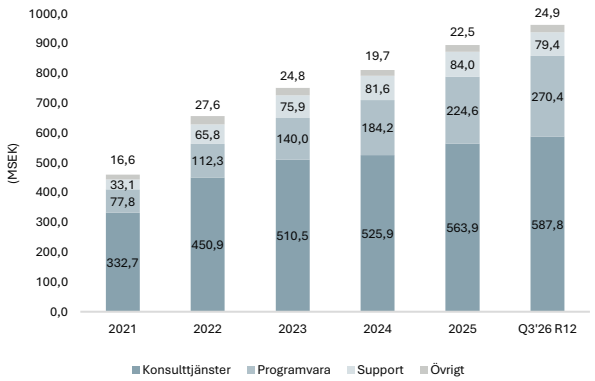
Strategisk roll: Fördjupar kundrelationen och ger löpande kontakt med kunden.

Exempel på tjänster: Användarsupport, felsökning och stöd i användningen av systemen.

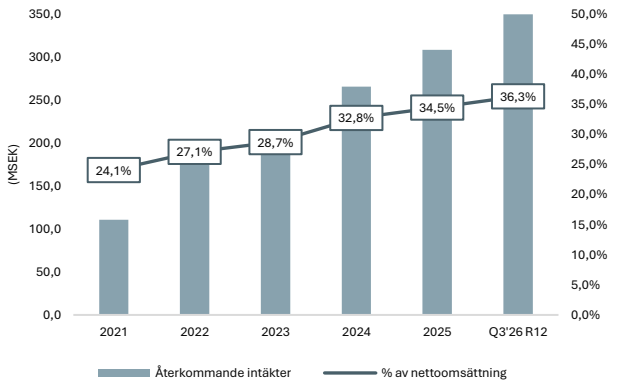
Intäktsfördelning, R12 Q3'26



Intäktsfördelning, historisk utveckling



Återkommande intäkter, historisk utveckling



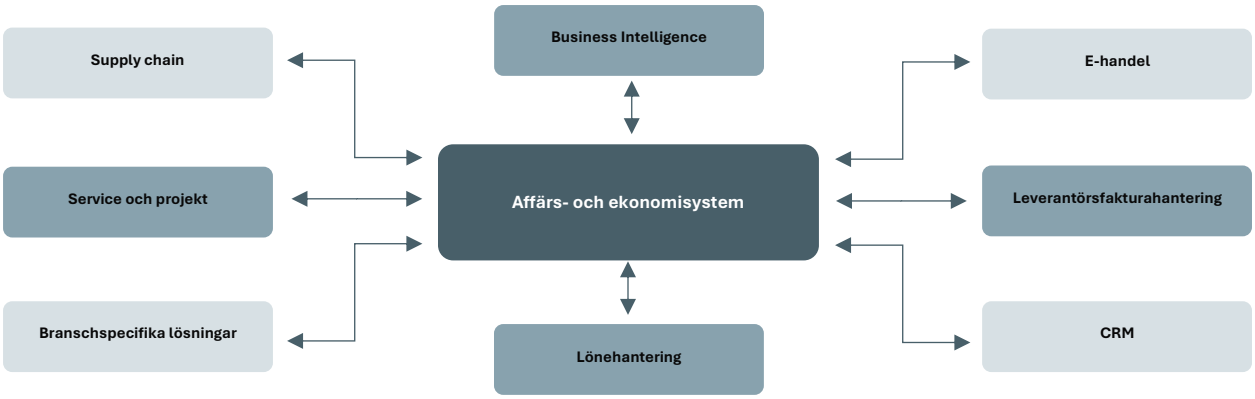
Expertkonsulter bygger samman affärskritiska system till en helhet

Exsitecs konsulter hjälper kunder att bygga och utveckla den systemmiljö som stödjer verksamhetens centrala affärsprocesser. Utgångspunkten är ofta kundens affärs- eller ekonomisystem, som fungerar som ett nav för stora delar av verksamheten. Runt denna kärna finns behov av specialiserade lösningar inom exempelvis beslutsstöd, kundhantering, logistik och leverantörsfakturahantering. Exsitecs roll är att välja, implementera och integrera lämpliga system och säkerställa att informationen kan flöda mellan dem.

Exsitec arbetar efter en så kallad best-of-breed-modell, där specialiserade programvaror kombineras utifrån kundens behov. Kunden behöver därmed inte förlita sig på att ett enskilt system ska lösa samtliga uppgifter. Arbetet kan börja med det mest prioriterade affärsproblemet och en avgränsad implementation, vilket begränsar den initiala investeringen och gör att kunden snabbare kan börja använda lösningen. När nya behov uppstår kan sedan systemmiljön byggas ut med fler programvaror och integrationer. Det stödjer Exsitecs land-and-expand-strategi och skapar löpande möjligheter till merförsäljning.

Modellen ställer höga krav på att systemen fungerar tillsammans. Exsitec har utvecklat standardiserade integrationer mellan många av de programvaror som återkommer hos kunderna. Dessa kan anpassas till kundens processer och minska behovet av att utveckla varje koppling från grunden. Värdet ligger därför både i kompetensen inom respektive programvara och i förmågan att få flera system från olika leverantörer att fungera som en helhet.

Specialiserade system integrerade till en helhet



Expertkonsulter

Konsulterna kombinerar specialistkunskap om systemen med förståelse för kundens verksamhet och affärsprocesser. Värdet ligger i att omsätta kunskapen till lösningar som fungerar i kundens verksamhet.

Återanvändning

Erfarenheter, arbetssätt och integrationer från tidigare implementationer kan återanvändas och anpassas i nya projekt. Exsitec behöver därför inte börja från ett blankt papper för varje kund.

Kundvärde

Beprövade lösningar och tidigare erfarenhet kan korta implementationstiden och minska kostnad och genomföranderisk. Kunden får snabbare en fungerande lösning och kan fokusera på sin kärnverksamhet.

Erfarenhet och återanvändning skapar skalfördelar

Exsitecs konsultarbete omfattar betydligt mer än teknisk implementation och kodning. Konsulterna behöver förstå kundens verksamhet, utforma lämpliga arbetsflöden och konfigurera systemen. Därefter följer integration, testning, utbildning och stöd i användningen. Systemkompetens och verksamhetsförståelse är därför stora delar av leveransen. Den tekniska lösningen behöver fungera både tillsammans med övriga system och i kundens dagliga arbete.

Med omkring 7 000 kunder och ett stort antal genomförda implementationer har Exsitec byggt upp en kunskapsbank inom de system och branscher där bolaget är verksamt. Erfarenheter, metoder och tekniska lösningar kan användas på nytt och anpassas till nästa kund. Det gäller särskilt integrationer mellan system som Exsitec tidigare har kopplat samman. Enligt bolaget kan en integration som genomförts många gånger levereras på mindre än halva tiden jämfört med när motsvarande lösning utvecklas för första gången. Återanvändningen kan därmed korta leveranstiden och sänka kostnaden för kunden.

Detta skapar skalfördelar i en annars personalintensiv konsultaffär. Värdet av tidigare utvecklingsarbete och erfarenheter kan spridas över fler kunder, och etablerade arbetssätt kan hjälpa nya konsulter att snabbare bidra i projekten. Högre produktivitet innebär dock inte automatiskt högre intäkter eller marginaler. Vid timdebitering kan en kortare leverans även innebära färre fakturerbara timmar. För Exsitec ligger potentialen i att använda den frigjorda kapaciteten till fler uppdrag och, där det är lämpligt, paketera beprövade lösningar med fast eller värdebaserad prissättning. Bolaget testar sådana modeller, men de har ännu begränsad betydelse för bolagets intäkter.

Återkommande programvaruintäkter – den förbisedda kvalitetskomponenten

Exsitec arbetar med ett 20-tal externa programvaror, där Visma är den största partnern, följt av bland annat Medius, Microsoft och Qlik. När Exsitec säljer och implementerar ett system tecknar kunden normalt ett löpande abonnemang på programvaran och tillhörande integrationer. Ersättningen varierar mellan olika partners, men uppgår enligt bolaget ofta till omkring 20–40 % av programvaruintäkten. Exsitecs ersättning kvarstår så länge kunden använder lösningen, vilket innebär att varje ny implementation kan bygga basen av återkommande programvaruintäkter. Enligt bolaget har ersättningsnivåerna varit relativt stabila under de senaste fem till tio åren.

Partnermodellen bygger på en arbetsfördelning där programvaruleverantören utvecklar produkten och Exsitec ansvarar för lokal försäljning, implementation, integration och den löpande kundrelationen. Exsitec kan därmed utveckla sitt erbjudande genom leverantörernas produktinvesteringar utan att bära motsvarande utvecklingskostnader. Leverantören får i sin tur tillgång till kunder och lokal kompetens, vilket minskar behovet av en egen försäljnings- och leveransorganisation. För kunden innebär modellen en samlad kontaktpunkt för flera system från olika leverantörer.

Molnmigrering kan också öka Exsitecs återkommande intäkter per kund. Enligt bolaget innebär molnversionerna ofta både ett högre abonnemangsvärde och något bättre partnervillkor än äldre installerade lösningar. Det högre abonnemangsvärdet förklaras bland annat av att drift och löpande uppgraderingar ingår i erbjudandet. Tillgång till ny AI-funktionalitet har dessutom blivit ytterligare ett argument för kunderna att genomföra övergången. Villkoren varierar mellan programvaror, men migrationen kan därmed generera både konsultaffärer och högre återkommande intäkter.

Vi bedömer att Exsitec blir en mer värdefull partner när kundbasen växer och positionen inom respektive programvara stärks. Det bör minska leverantörernas incitament att kringgå bolaget och själva ta över kundrelationerna. När kunder använder fler system och integrationer genom Exsitec fördjupas relationen och byteskostnaderna ökar, vilket stärker förutsättningarna att behålla intäkterna. Den uppbyggda programvaruaffären är därför enligt vår bedömning en viktig kvalitetskomponent som inte fullt ut fångas om Exsitec betraktas som ett traditionellt IT-konsultbolag.

Återförsäljare av ett fast antal urval av programvaror

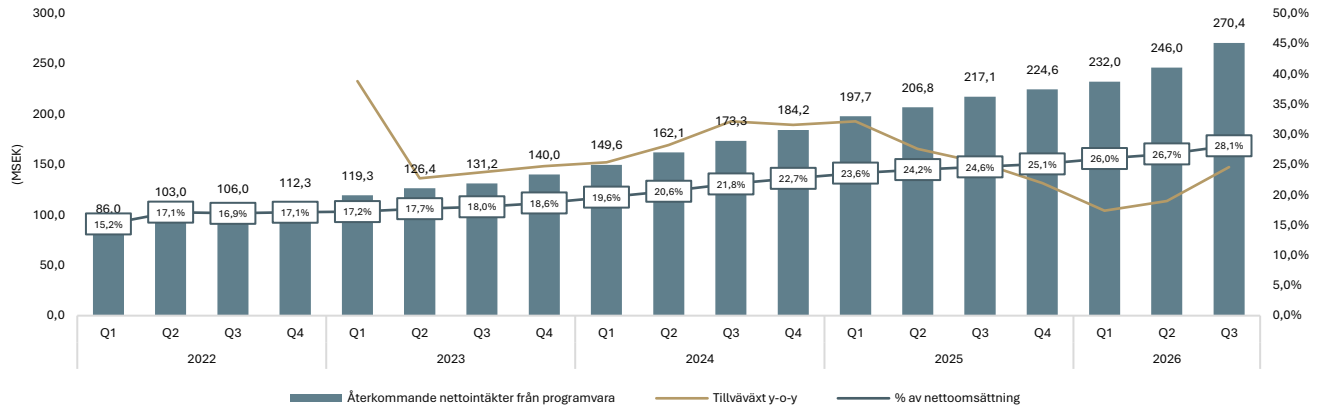
Visma Software · medius · Microsoft · Qlik
NEXT · norce · planacy · LITIUM
eazystock · syncron · SuperOffice · sugarcrm
Bitlog · umbraco · HubSpot · Hantverksdata
Proceedo by VISMA · kontek · FLEX HRM · severa by VISMA

Växande programvaruintäkter ökar skalbarheten

Programvaruintäkterna redovisas netto efter programvaruleverantörens andel. De förutsätter en fungerande försäljnings-, marknads- och konsultorganisation som vinner kunder, implementerar systemen och utvecklar relationerna. Den installerade basen kan dock växa utan en motsvarande ökning av personalstyrkan, vilket ger högre skalbarhet än i den mer personalintensiva konsultaffären. Det viktiga för marginalutvecklingen är att programvaruintäkterna över tid växer snabbare än den kostnadsbas som krävs för att utveckla affären.

På rullande tolv månader till och med Q3'26 uppgick de återkommande programvaruintäkterna till 270,4 MSEK, motsvarande en tillväxt på 24,6 %, varav 14 % organiskt. Utvecklingen visar att tillväxten även drivs av den befintliga verksamheten. Amesto förstärker intäktsbasen och har en högre andel programvaruintäkter än Exsitec före förvärvet. Vi bedömer att fortsatt tillväxt inom programvara stärker intjäningens förutsägbarhet och minskar känsligheten för variationer i konsultbeläggningen. Tillsammans med genomförda effektiviseringar och potential till bättre konsultbeläggning ger det förutsättningar för högre lönsamhet över tid.

Nettointäkter från programvara, LTM



Stor installerad kundbas skapar land-and-expand

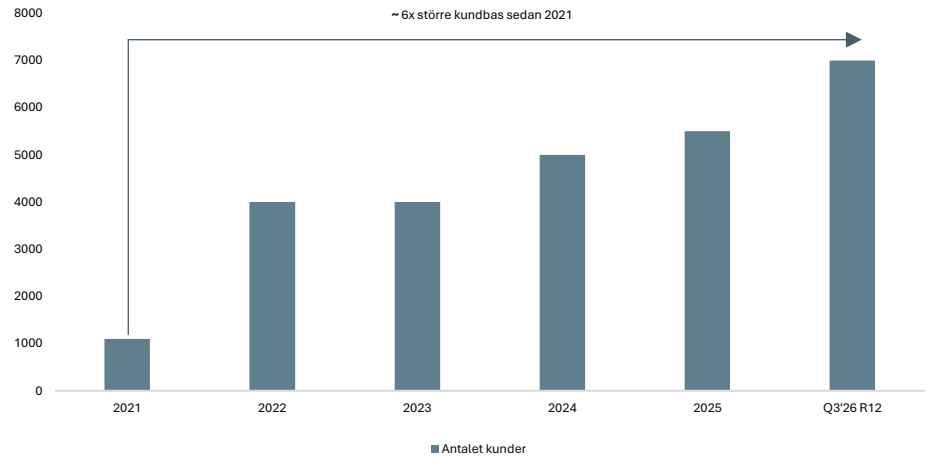
Exsitec har omkring 7 000 kunder efter förvärvet av Amesto, främst medelstora företag i Sverige, Norge, Danmark och Finland. Kundbasen omfattar flera branscher och ingen enskild kund står för mer än någon enstaka procent av omsättningen. Den låga kundkoncentrationen begränsar beroendet av enskilda kunder och uppdrag. Utvecklingen avgörs i stället i hög grad av aktiviteten i den samlade kundbasen.

Enligt bolaget kommer omkring 80 % av konsultintäkterna från befintliga kunder, vilket visar betydelsen av Exsitecs land-and-expand-modell. Den första affären utgår ofta från ett avgränsat behov, varefter samarbetet kan breddas till fler system, integrationer och tjänster. Nyförsäljningen tillför därmed inte bara intäkter från den första implementationen, utan också kunder som kan generera löpande konsultaffärer och återkommande programvaru- och supportintäkter under många år. Amestos kundbas ger ytterligare möjligheter att sälja in delar av Exsitecs bredare erbjudande.

Kunskapen om kundens verksamhet och systemmiljö underlättar nästa uppdrag och ger Exsitec förutsättningar att identifiera nya behov. När programvaruleverantörerna lanserar funktioner kan bolaget hjälpa kunden att bedöma nyttan och införa dem i verksamheten. Molnmigrering, automatisering och bättre användning av data är exempel på områden som kan utveckla affären inom befintliga relationer. Tillväxtpotentialen ligger därför både i att vinna fler kunder och i att över tid öka affären med varje kund.

Vi bedömer att den stora kundbasen är en viktig tillgång för långsiktig organisk tillväxt. Potentialen realiseras dock inte automatiskt. Exsitec behöver fortsätta arbeta nära kunderna, visa affärsnyttan i nya investeringar och omsätta identifierade behov i beställningar. Bolagets återkommande konsultaffärer ger en stabil grund att växa från, men efterfrågan påverkas fortsatt av kundernas investeringsvilja.

Stabil och växande kundbas



~ 7 000 kunder
Diversifierad kundbas över flera branscher

Medelstora företag
Kärnmålgrupp i Sverige, Norge, Danmark och Finland

~ 80 %
Andel av konsultintäkterna som kommer från befintliga kunder

Låg koncentration
Ingen kund står för mer än någon enstaka % av omsättningen

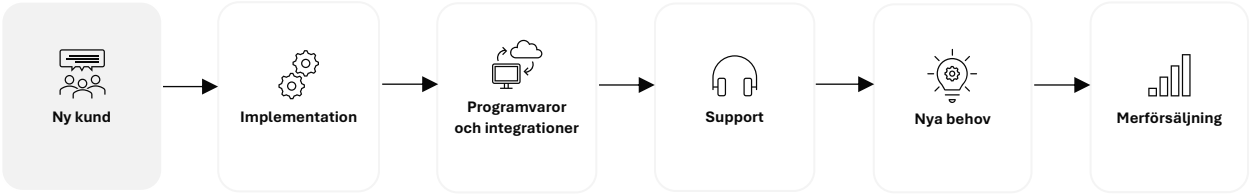
Support förlänger och fördjupar kundrelationen

Supportverksamheten ger Exsitec löpande kontakt med kunden efter implementationen. Kunden får stöd i användningen av de levererade lösningarna och en etablerad kontaktpunkt när frågor eller problem uppstår. Det stärker bolagets roll som långsiktig partner och ger återkommande intäkter genom supportavtal.

Kontakten ger även insyn i hur systemen används och vilka behov som uppstår. Återkommande frågor kan exempelvis visa att kunden behöver utbildning, ändrade arbetsflöden eller kompletterande funktionalitet. Exsitec kan då föreslå anpassningar, integrationer eller ytterligare programvaror. Bolagets samlade erfarenhet från kunder som använder samma system kan också bidra till effektivare problemlösning och bättre stöd.

Vi ser därför supporten som en viktig del av land-and-expand-modellen. Den förankrar Exsitec i kundens löpande verksamhet och skapar fler tillfällen att utveckla samarbetet. Värdet består både av själva supportintäkten och av bättre förutsättningar att behålla kunden och identifiera relevanta möjligheter till merförsäljning.

Kundrelationen växer över tid



Tillväxtmotorn – organisk tillväxt kompletterad med selektiva förvärv

Exsitecs tillväxtmodell kombinerar organisk tillväxt med förvärv. Den organiska tillväxten drivs av nya kunder, merförsäljning inom befintliga kundrelationer och prisjusteringar. Nya implementationer och ett bredare samarbete med kunderna bygger även basen av återkommande programvaru- och supportintäkter. Tillväxten är därför nära kopplad till förmågan att både bredda kundbasen och utveckla affären med varje kund.

Verksamheten har vissa säsongsvariationer. Konsultaktiviteten påverkas av antalet arbetsdagar och semesterperioder, med lägre aktivitet under sommaren. Traineeintaget i augusti ökar dessutom personalstyrkan innan de nya konsulterna successivt börjar bidra till intäkterna. Q2 och Q4 är därmed normalt starkare kvartal, medan Q3 är svagare.De återkommande intäkterna ger större stabilitet, men deras redovisning och tillväxt bör främst bedömas över längre perioder.

Flera drivkrafter för långsiktig organisk tillväxt



Selektiva förvärv stärker tillväxten

Förvärv kompletterar den organiska tillväxten genom att tillföra kundrelationer, kompetens och programvaruerbjudanden samt stärka den geografiska närvaron. Exsitec har genomfört fler än 15 förvärv under det senaste decenniet, vilket har varit en viktig del av bolagets nordiska expansion.

Exsitec söker verksamheter som kan utvecklas inom den befintliga affärsmodellen. Utöver tillskottet av omsättning och EBITA kan en förvärvad kundbas skapa möjligheter till korsförsäljning av bolagets bredare erbjudande. Förvärven kan också stärka positionen inom en viss programvara, tillföra kompetens eller ge tillräcklig lokal skala för att utveckla verksamheten på en marknad. Gemensamma funktioner, arbetssätt och resurser kan bidra till kostnadssynergier och högre effektivitet.

Förvärvsstrategin i korthet



Ett urval av Exsitecs förvärv

Antalet förvärv varierar mellan åren och bolaget har inget mål om en viss förvärvstakt. Exsitec bygger löpande relationer med potentiella förvärvskandidater och väger den strategiska nyttan mot pris, integrationskapacitet och finansiellt utrymme. Samtliga förvärv har hittills genomförts i Norden. Vi bedömer att modellen ger förutsättningar för fortsatt expansion, men att värdeskapandet beror på förmågan att förvärva till rimliga priser och utveckla verksamheterna efter tillträdet.

Tabellen nedan omfattar förvärv som innehåller uppgifter om omsättning, EBITA och företagsvärde. Därutöver har Exsitec genomfört flera mindre bolags-, inkråms- och kundbasförvärv. Dessa omfattar bland annat Atopto och Mantle Analytics, InfoSolutions, QiS, Amesto Solutions kundbas, UCS One Business kundbas, M-Flow Finland, Bizbeat samt ECIT Consulting.

Förvärvshistorik

Datum	Bolag	Omsättning	EBITA	EBITA-marginal	Enterprise Value	EV/S	EV/EBITA
2021-01-07	Millnet B	82,0	16,5	20,1%	118,8	1,4x	7,2x
2021-04-19	WooCode	32,6	5,2	16,0%	32,5	1,0x	6,3x
2021-05-25	iAdvice (resterande 42,1 %)	34,0	5,6	16,5%	42,0	1,2x	7,5x
2021-06-01	Vitari	125,0	9,5	7,6%	110,0	0,9x	11,6x
2021-10-26	Zedcom	49,0	7,0	14,3%	61,0	1,2x	8,7x
2022-05-09	Spot On Solutions	73,0	11,0	15,1%	91,0	1,2x	8,3x
2022-11-11	Vimur	16,0	3,5	21,9%	17,0	1,1x	4,9x
2023-12-20	IntegrasjonsPartner BITS	50,0	6,4	12,8%	75,0	1,5x	11,7x
2024-11-06	BrightCom Solutions	60,0	15,0	25,0%	130,0	2,2x	8,7x
2026-05-27	Amesto Solutions Invest	230,0	40,0	17,4%	272,0	1,2x	6,8x
Snitt		**n/a**	**n/a**	**16,7%**	**n/a**	**1,3x**	**8,2x**
Median		**n/a**	**n/a**	**16,2%**	**n/a**	**1,2x**	**7,9x**

**Belopp i MSEK, med undantag för Amesto som anges i MNOK. Uppgifterna avser de finansiella underlag som använts vid respektive förvärv och kan avse olika perioder. Amestos resultat avser förväntad justerad EBITA under de första tolv månaderna efter tillträdet.*

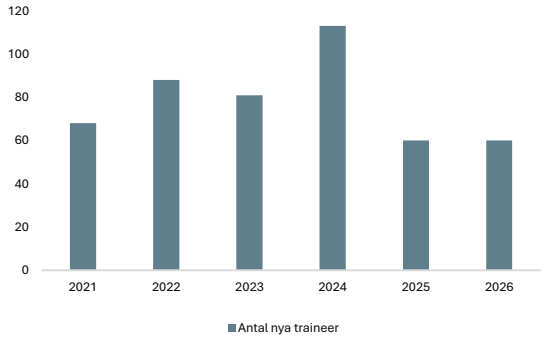
Traineeprogrammet bygger kompetens och tillväxtkapacitet

Exsitec har bedrivit traineeprogram sedan 2013 och i större skala sedan 2015–2016. Omkring 40 % av dagens medarbetare började på bolaget som traineer, vilket gör programmet till en stor rekryteringskanal. Under 2021–2025 rekryterades mellan 60 och 113 traineer per år. Under 2026 tog Exsitec emot ett 60-tal nya traineer, i nivå med föregående år.

Vi bedömer att programmet är en strukturell styrka som gör det möjligt att bygga konsultkapacitet internt och minska beroendet av extern rekrytering av erfarna konsulter. Den långa historiken har skapat etablerade utbildningsrutiner och god kunskap om kostnaden och tiden till lönsamhet för respektive kull. Nya medarbetare formas tidigt efter bolagets arbetssätt, och den stora andelen tidigare traineer underlättar överföringen av kompetens och kultur när organisationen växer.

Programmet bygger kapacitet för framtida tillväxt, men innebär initiala utbildningskostnader och lägre debiteringsgrad. Värdeskapandet förutsätter därför att Exsitec kan behålla medarbetarna och anpassa rekryteringen efter efterfrågan. Ett för stort intag riskerar att skapa överkapacitet och pressa lönsamheten. För försiktiga intag kan i stället begränsa tillväxten. Enligt bolaget har de lägre intagen under 2025 och 2026 medfört vissa begränsningar i den svenska leveranskapaciteten när efterfrågan nu förbättras.

Traineprogram, 2021-2025



~ 40 %
av dagens medarbetare började som traineer

Ett av Nordens större traineeprogram
Startade 2013, större skala 2015–2016

Ett 60-tal nya traineer
Intaget var i nivå med föregående år.

”Konsulterna som ligger närmast kunderna är de som är bäst på att prata med kunderna om deras vidare behov.”

- Exsitec

1 Säkrar tillväxt genom egen kompetensförsörjning

Traineeprogrammet är en central del av Exsitecs kompetensförsörjning och ger en återkommande tillförsel av nya konsulter. Genom att rekrytera direkt från universiteten kan bolaget utbilda medarbetare inom de programvaror och arbetssätt som efterfrågas i verksamheten. Det minskar beroendet av att hitta färdiga specialister på arbetsmarknaden.

Modellen ger också möjlighet att planera uppbyggnaden av konsultkapacitet. Rekryteringen behöver dock ske innan de nya medarbetarna kan bidra fullt ut, vilket ställer krav på framförhållning. Intagens storlek behöver därför vägas mot både den aktuella beläggningen och den förväntade efterfrågan.

2 En investering med förutsägbar återbetalning

Traineeprogrammet innebär initialt en kostnad eftersom nya medarbetare behöver utbildas och successivt öka debiteringsgraden. Exsitec har lång historik och detaljerade data över kostnader, intäkter och tiden till lönsamhet för respektive kull. Enligt bolaget har de ackumulerade intäkterna från en traineekull normalt överstigit kostnaderna under det andra kvartalet året efter intaget i augusti.

Historiken ger relativt god förutsägbarhet kring investeringens kostnad och återbetalningstid. Utfallet beror dock på kundernas efterfrågan och hur snabbt de nya konsulterna kan delta i debiterbara uppdrag. Förmågan att behålla medarbetarna är också viktig för att Exsitec ska få långsiktig avkastning på utbildningsinsatsen.

3 Kulturen formas från första dagen

Traineeprogrammet fyller en viktig funktion för att forma medarbetarna efter Exsitecs arbetssätt och kultur. Konsultrollen bygger på specialistkunskap, verksamhetsförståelse och kommersiellt ansvar. Konsulterna förväntas både leverera i befintliga uppdrag och bidra till att utveckla kundrelationen. Utgångspunkten är att den som arbetar närmast kunden har goda förutsättningar att förstå verksamheten och identifiera ytterligare behov.

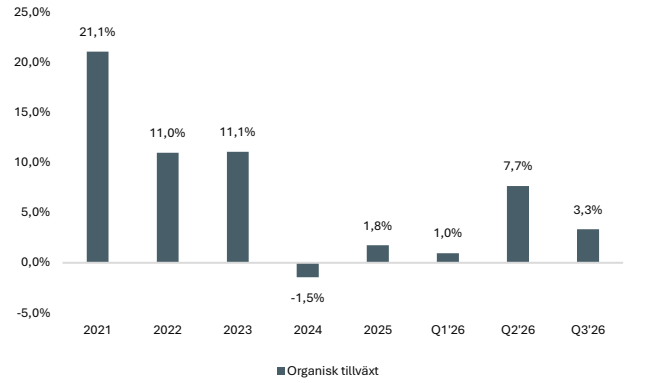
Enligt bolaget får nya konsulter tidigt arbeta nära kunderna med stöd av team och mentorer. Ett betydande ansvar för att utveckla befintliga kundrelationer ligger hos konsulterna. Säljorganisationens huvuduppdrag är att vinna nya kunder, även om vissa säljare också arbetar med större befintliga kunder. Kulturen med säljande konsulter är därmed en viktig del av Exsitecs land-and-expand-modell och knyter samman leverans och merförsäljning.

Den organiska tillväxten har vänt uppåt

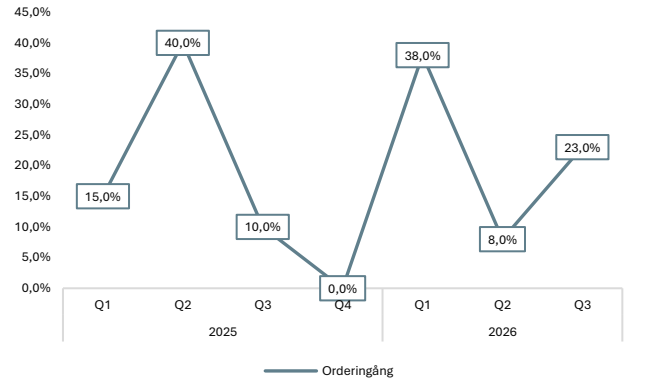
Exsitecs organiska tillväxt var begränsad under 2024–2025, främst till följd av svagare efterfrågan på konsulttjänster. Befintliga kunder sköt upp mindre systemuppdateringar, anpassningar och andra IT-investeringar, vilket dämpade konsultaktiviteten. Programvaruintäkterna fortsatte däremot att växa och bidrog till att stabilisera intäktsbasen. Nyförsäljningen utvecklades också väl, men kompenserade inte fullt ut för den lägre aktiviteten hos befintliga kunder.

Under 2026 har utvecklingen förbättrats, även om återhämtningen är ojämn. Den organiska tillväxten uppgick till 3 % i Q3, efter 1 % i Q1 och 8 % i Q2. Enligt ledningen ska inbromsningen i Q3 ses mot bakgrund av ett starkare jämförelsekvartal och att integrationsarbetet efter Amesto tagit resurser i anspråk. Sverige visar gradvis förbättrad efterfrågan och konsultbeläggning, medan konsultmarknaden i Norge och Danmark fortsatt är mer avvaktande. Programvaruaffären utvecklas starkare och bredare över marknaderna, med en organisk tillväxt på 14 % på rullande tolv månader.

Positiv men varierande organisk tillväxt



Stark orderingång bygger framtida affärer



Stark orderingång bygger framtida affärer

Orderingången ökade med 23 % i Q3 och har utvecklats väl under flera kvartal. Enligt ledningen är efterfrågan bred över flera erbjudandeområden. Tillväxten stöds bland annat av Visma Business NXT och Microsofts lösningar inom affärssystem, beslutsstöd och datahantering.

Orderingången omfattar nya kunder samt befintliga kunder som köper ett nytt erbjudande. Måttet inkluderar konsultdelen av projektet och två års återkommande intäkter från programvara och support. Däremot ingår inte den löpande konsultaktiviteten hos befintliga kunder, som står för omkring 80 % av konsultintäkterna. Stark orderingång behöver därför inte omedelbart ge motsvarande organisk tillväxt. Det finns också en ledtid från beställning till implementation och intäktsföring. Över tid kan nyförsäljningen däremot bygga en större kundbas som genererar både återkommande intäkter och nya konsultuppdrag.

Flera faktorer talar för en gradvis återhämtning

Exsitec har genomgående beskrivit den svagare konsultmarknaden som cyklisk. Bolagets bedömning är att uppskjutna systemuppdateringar och anpassningar har byggt upp ett investeringsbehov. När kundernas investeringsvilja förbättras kan delar av detta omsättas i beställningar. Den förbättrade aktiviteten i Sverige ger visst stöd åt resonemanget, men någon bred återhämtning över samtliga marknader har ännu inte skett. Övergången till molnbaserade system kan också stödja efterfrågan på konsulttjänster, där tillgång till ny AI-funktionalitet enligt ledningen har blivit ytterligare ett argument för kunderna att investera.

Vi bedömer att högre kundaktivitet, god orderingång och växande programvaruintäkter ger stöd för fortsatt organisk tillväxt. Återhämtningen är fortsatt gradvis och behöver breddas över fler marknader. Q3 visar även att tillväxten kan variera mellan kvartalen även när orderingången utvecklas väl. Om fler befintliga kunder ökar sina investeringar bör bättre konsultbeläggning ge stöd åt både tillväxten och lönsamheten.

Marknadsutveckling enligt bolaget

Kvartal	Bolagets bild av marknaden	Kommentar
Q1'25	Fortsatt avvaktande marknad. Låg aktivitet hos befintliga kunder, framför allt inom mindre systemuppdateringar och anpassningar. Nyförsäljningen utvecklades bättre.	Fortsatt svagt
Q2'25	Befintliga kunder fortsatte att skjuta upp mindre IT-investeringar. Nyförsäljningen utvecklades starkt.	Fortsatt svagt
Q3'25	Fortsatt avvaktande marknad och låg aktivitet hos befintliga kunder. Nyförsäljningen utvecklades bättre.	Fortsatt svagt
Q4'25	Vissa tecken på förbättring, men fortsatt låg aktivitet hos befintliga kunder. Nyförsäljningen var stark, med ett högt jämförelsetal.	Tidiga förbättringstecknen
Q1'26	Gradvis förbättring, framför allt i Sverige. Vissa tecken på ökad aktivitet hos befintliga kunder och stark nyförsäljning.	Gradvis förbättring
Q2'26	Högre kundaktivitet, främst i Sverige, även om mindre investeringar fortsatt sköts upp. Stark nyförsäljning och något kortare säljcykler.	Tydligare förbättring
Q3'26	Förbättrad konsultaktivitet och beläggning i Sverige. Mer avvaktande konsultmarknad i Norge och Danmark. Programvaruaffären utvecklades väl och orderingången fortsatte att öka.	Fortsatt ojämn återhämtning

Återhämtad tillväxt och effektiviseringar ger stöd för lönsamheten

Exsitecs lönsamhet försvagades under 2024 när lägre efterfrågan på konsulttjänster pressade beläggningen. Under 2025 återhämtades lönsamheten tydligt trots fortsatt begränsad organisk tillväxt. Förbättringen drevs av växande återkommande programvaruintäkter, god kostnadskontroll och högre effektivitet i konsultverksamheten.

Vi ser tre drivkrafter för fortsatt marginalförbättring. Högre efterfrågan på konsulttjänster kan förbättra beläggningen och resursutnyttjandet. Växande programvaruintäkter kan öka intjäningen utan en motsvarande utbyggnad av personalstyrkan. Genomförda organisationsförändringar och kostnadsåtgärder ger dessutom en effektivare kostnadsbas. Kombinationen skapar enligt vår bedömning potential för en justerad EBITA-marginal på 20 % eller högre över tid. Det förutsätter dock att efterfrågan utvecklas väl och att effektiviseringarna får avsedd effekt. Nivån ska ses som en potential och inte som ett formellt marginalmål eller en utfästelse om tidpunkt.

1 Lönsamheten försvagades under 2024

Svagare konsultaktivitet mötte en organisation som hade byggts för högre efterfrågan genom ett stort traineeintag och utökad säljkapacitet. Lägre personalomsättning än väntat förstärkte överkapaciteten. Integrationsarbete från tidigare förvärv bidrog också till lägre effektivitet, vilket ytterligare pressade lönsamheten.

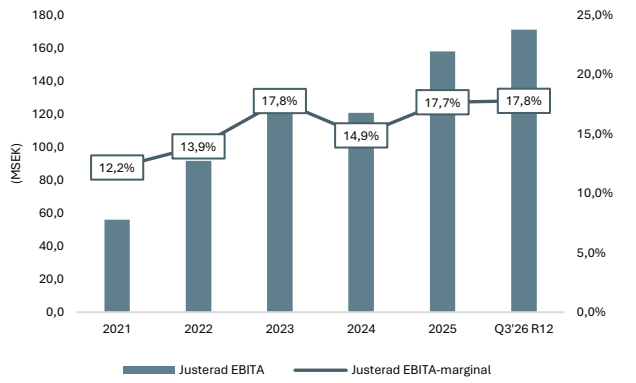
2 Tydlig förbättring under 2025

Programvaruintäkterna fortsatte att växa, och bättre kostnadskontroll och effektivitet stärkte resultatet. Utvecklingen visar att Exsitec kan förbättra lönsamheten även vid begränsad organisk tillväxt. Den återkommande intäktsbasen ger stöd, men konsultbeläggningen är fortsatt viktig för marginalutvecklingen.

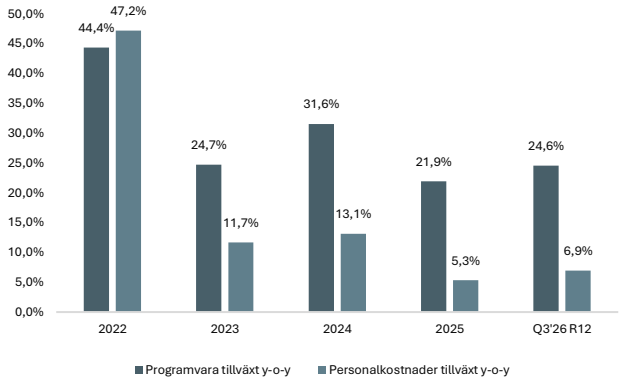
3 Fortsatt potential framåt

I Sverige ger förbättrad konsultaktivitet förutsättningar för högre resursutnyttjande. Norge nådde omkring 18 % justerad EBITA-marginal i Q3'26, före full effekt av de nya besparingarna. Ledningen ser möjlighet för Norge att närma sig Sveriges marginalnivå, men bedömer även att Sverige kan förbättras. För fortsatt resultatlyft behövs både realiserade besparingar och högre kundaktivitet.

Justerad EBITA & EBITA-marginal



Programvaruintäkterna växer snabbare än personalkostnaderna

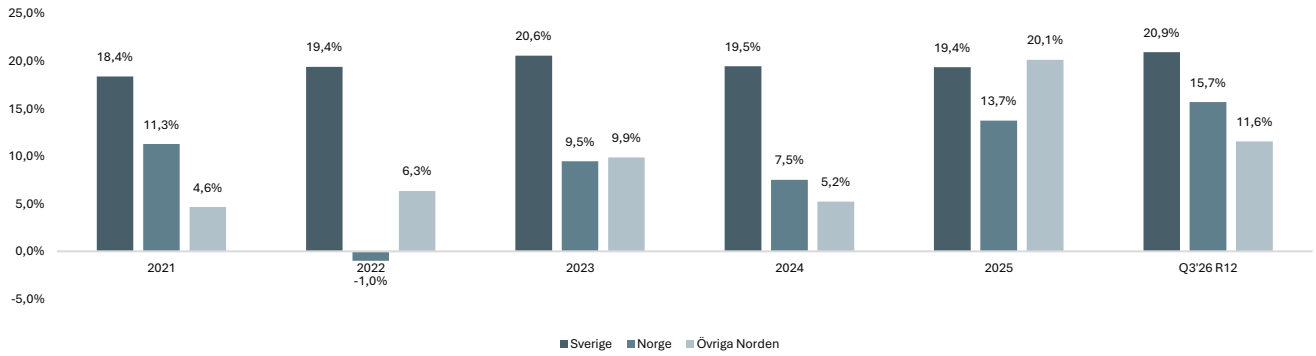


Genomförda åtgärder sänker kostnadsbasen

Under 2026 har Exsitec genomfört flera separata effektiviseringar. Omstruktureringen av utvecklingsverksamheten i Norge, som genomfördes i Q2'26, väntas ge cirka 10 MSEK i årliga besparingar. Efter förvärvet av Amesto identifierade bolaget ytterligare koncernövergripande åtgärder, vilka kommunicerades i samband med Q3'26-rapporten. Åtgärderna väntas ge cirka 35 MSEK i årliga nettobesparingar, med full effekt från Q1'27. De omfattar personal, lokaler och övriga verksamhetskostnader och väntas enligt bolaget endast få marginell påverkan på intäkterna.

Av de 35 MSEK ingick cirka 10 MSEK redan i det ursprungligen kommunicerade resultatbidraget från Amesto. De nytillkomna besparingarna jämfört med den initiala prognosen uppgår därför till cirka 25 MSEK. Utöver dessa åtgärder kommunicerade bolaget i Q3'26-rapporten separata, löpande organisationsanpassningar. I vår VD-intervju efter rapporten uppskattade ledningen att dessa kan ge ytterligare besparingar på omkring 5–6 MSEK under kommande tolv månader. Beloppet är en uppskattning och inget separat besparingsmål. Åtgärderna ger förutsättningar för högre lönsamhet när besparingarna får genomslag. En uthållig marginalförbättring kräver dock att Exsitec behåller försäljnings- och leveransförmågan och kan omsätta bättre efterfrågan i fler affärer.

Lönsamhetsutveckling per region, justerad EBITA



Amesto – ett strategiskt storleksskliv i Norge

I maj 2026 genomförde Exsitec sitt hittills största förvärv genom köpet av Amesto Solutions. Vid förvärvet bedömdes verksamheten bidra med omkring 230 MNOK i omsättning och 40 MNOK i justerad EBITA under de första tolv månaderna efter tillträdet, motsvarande en marginal på 17,4 %. Köpeskillingen uppgick till 280 MNOK, varav 175 MNOK betalades vid tillträdet. Resterande 105 MNOK betalas i två delar, med 55 MNOK vid utgången av 2027 och 50 MNOK vid utgången av 2028. Efter avdrag för den angivna nettokassan på 8 MNOK motsvarade företagsvärdet 272 MNOK, eller cirka 6,8x förväntad justerad EBITA.

Det ursprungliga resultatbidraget byggde på Amestos förbättrade intjäning efter tidigare omställningsåtgärder samt vissa kostnadssynergier. De ytterligare besparingar som identifierats efter förvärvet stärker resultatpotentialen. Fokus ligger nu på att realisera dessa och utveckla försäljningen i den större kundbasen.

230 MNOK
NTM omsättning

40 MNOK
NTM justerad EBITA

17,4 %
NTM justerad EBITA-marginal

~ 6,8x
EV/EBITA

Omstruktureringen är genomförd

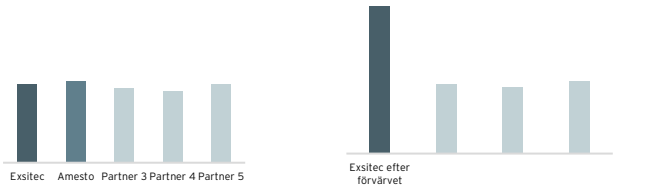
Efter förvärvet har Exsitec genomfört organisationsförändringar för att samordna verksamheterna och ta tillvara den större skalan. Tyngdpunkten ligger i Norge, men även Sverige och Danmark berörs. Åtgärderna omfattar överlappande funktioner, lokaler och områden med överkapacitet. Omstruktureringen belastade Q3'26 med 26,7 MSEK och berör cirka 20 personer samt kostnader för lokaler och andra delar av verksamheten. Bolaget bedömer att påverkan på intäkterna blir marginell. Omstruktureringen är genomförd och verksamheterna har bland annat samlats på ett gemensamt kontor i Oslo. Arbetet med kultur, gemensamma arbetssätt och kundutveckling fortsätter. För att få fullt värde av förvärvet behöver Exsitec få organisationen att arbeta effektivt tillsammans och omsätta det bredare erbjudandet i nya affärer.

Marknadsledande position i Norge

Det främsta strategiska motivet bakom förvärvet är den stärkta positionen i Norge, där omkring två tredjedelar av Amestos verksamhet finns. Enligt bolaget var Exsitec och Amesto tidigare två av fem ungefär jämnstora Visma-partners på den norska marknaden. Förvärvet gör Exsitec till den klart största Visma-partnern i Norge och ger bättre förutsättningar att bli ett naturligt alternativ för företag som utvärderar nya affärssystem.

Den större skalan kan stärka försäljning, marknadsföring och rekrytering genom traineeprogrammet. En bredare organisation ger möjlighet att samla kompetens och utveckla fler erbjudanden på marknaden. Förvärvets långsiktiga värde ligger därför både i den tillförda intjäningen och i en starkare konkurrensposition.

Före förvärvet | **Efter förvärvet**

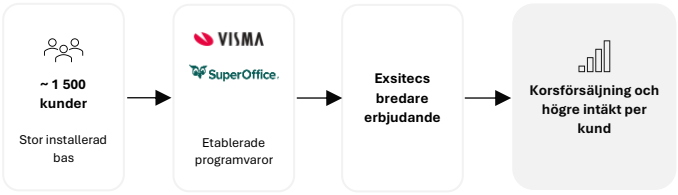


Stor kundbas skapar korsförsäljningspotential

Amesto tillför drygt 1 500 kunder och omkring 120 medarbetare. Verksamheten arbetar, likt Exsitec, med bland annat Visma och SuperOffice, men har ett smalare programvaruerbjudande. Exsitec kan därmed utveckla affären genom att erbjuda Amestos kunder fler system, integrationer och tjänster.

Ledningen lyfter särskilt möjligheten att sälja Medius inom leverantörsfakturahantering till kunder som behöver en mer avancerad lösning än den som ingår i affärssystemet. Även ett bredare erbjudande inom beslutsstöd kan skapa nya affärer. Korsförsäljningen kan generera både konsultintäkter och återkommande programvaruintäkter, men kräver att Exsitec fördjupar kundrelationerna och visar affärsnyttan med de kompletterande lösningarna.

Potential till ökad intäkt per kund



Högre andel återkommande intäkter

Omkring 32 % av Amestos omsättning utgörs av återkommande programvaruintäkter, jämfört med cirka 26 % för Exsitec före förvärvet. Amesto stärker därmed den återkommande intäktsbasen och bidrar till större förutsägbarhet. När kundbasen utvecklas genom fler programvaror och integrationer finns möjlighet att ytterligare öka intäkten per kund utan en motsvarande utbyggnad av personalstyrkan.

Andel programvaruintäkter av omsättningen



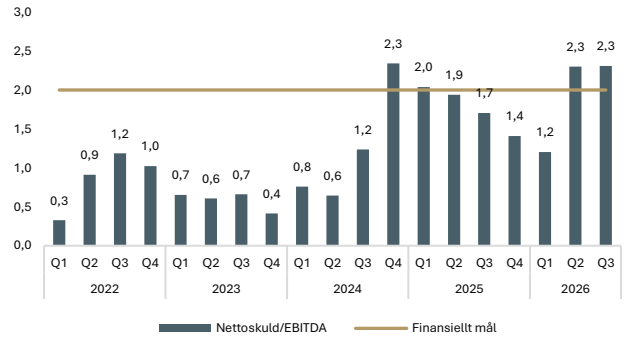
Förvärv är fortsatt en långsiktig tillväxtmotor

Förvärvet av Amesto har ökat Exsitecs skuldsättning och begränsat utrymmet för ytterligare större transaktioner på kort sikt. Vid utgången av Q3'26 uppgick nettoskulden exklusive leasing och inklusive uppskjutna och villkorade köpeskillingar till cirka 481,9 MSEK, motsvarande 2,3x justerad EBITDA på rullande tolv månader. Resultatmåttet inkluderar endast Amestos bidrag efter tillträdet och fångar därför ännu inte ett helt års intjäning från den förvärvade verksamheten.

Bolaget signalerar dock ingen längre förvärvspaus. Dialogerna med potentiella förvärvskandidater fortsätter och enligt ledningen finns möjlighet till mindre kompletteringsförvärv även innan skuldsättningen har minskat. Kassagenereringen, ett större resultatbidrag från Amesto och genomförda effektiviseringar kan successivt stärka det finansiella utrymmet. Förvärvstakten behöver dock anpassas till både balansräkningen och organisationens integrationskapacitet.

Vi bedömer att förvärv fortsatt kan ge ett betydande bidrag till Exsitecs långsiktiga tillväxt. Den nordiska marknaden erbjuder många potentiella kandidater inom bolagets programvaruekosystem, där pris och ägarnas vilja att sälja är viktigare begränsningar än antalet möjliga förvärvsobjekt. En etablering utanför Norden kan bredda möjligheterna ytterligare, men är en långsiktig option snarare än en förutsättning för fortsatt förvärvsdriven tillväxt.

Nettoskuld/justerad EBITDA



Fortsatt aktiv förvärvspipeline

Löpande dialoger

Exsitec bygger relationer med potentiella förvärvskandidater långt innan en transaktion blir aktuell.

Mindre förvärv möjliga

Mindre kompletteringsförvärv kan enligt ledningen genomföras även innan skuldsättningen fallit tillbaka.

Stark kassagenerering

Löpande kassaflöden kan minska skuldsättningen och återbygga kapaciteten för nya förvärv.

Betydande förvärvsutrymme kvar i Norden

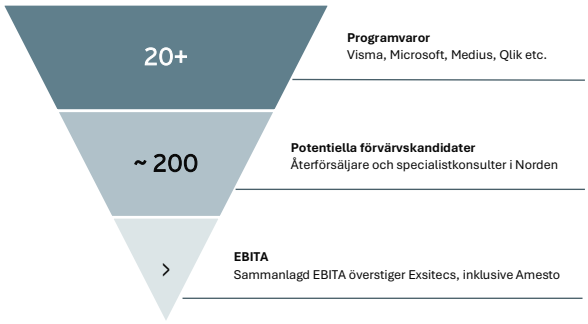
Exsitec arbetar med ett 20-tal programvaror, där varje område omfattar återförsäljare och specialistkonsulter som kan utgöra potentiella förvärvskandidater. Ledningen uppskattar grovt att antalet relevanta aktörer ligger närmare 200 än 10. Den sammanlagda EBITA som genereras av aktörerna inom dessa programvaruekosystem bedöms dessutom överstiga Exsitecs egen, inklusive Amesto. Uppgifterna ska ses som en indikation på marknadens bredd, snarare än en bestämd förvärvspipeline.

Förvärvspotentialen varierar mellan programvaruområdena. Inom Visma har Exsitec starka positioner i Sverige, Norge och Danmark, vilket begränsar antalet större återstående förvärv. Inom Microsoft är bolagets position mindre etablerad och antalet partners större. Exsitec kan även köpa kundbaser, tillföra kompetens eller bredda erbjudandet på marknader där bolaget redan finns.

Den främsta begränsningen är enligt ledningen tillgänglighet och värdering. Många ägare är inte redo att sälja när Exsitec tar kontakt, och konkurrensutsatta processer kan leda till priser som bolaget inte bedömer som attraktiva. Långvariga relationer med potentiella säljare blir därför viktiga för att skapa möjligheter till förvärv på rimliga villkor.

Stor och fragmenterad marknad med många möjliga targets

Illustrativ bild av potentiella förvärvskandidater i Exsitecs ekosystem



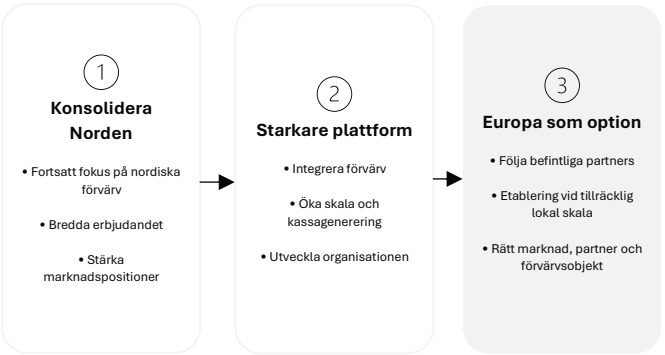
Europa är en långsiktig option

Förvärvsstrategin är fortsatt fokuserad på Norden. Ledningen bedömer att det finns tillräckligt många möjligheter kvar för att fortsätta allokera kapital till nordiska förvärv under lång tid. Nya programvaruerbjudanden och specialistområden kan dessutom bredda urvalet av potentiella kandidater.

Exsitec har ännu inte beslutat om någon etablering utanför Norden, men har utvärderat möjligheten att följa programvarupartners in på nya marknader. Flera befintliga partners, däribland Microsoft, Medius och Qlik, har internationell närvaro. Det ger möjlighet att expandera med delar av det nuvarande erbjudandet utan att först behöva bygga kompetens inom helt nya programvaror.

En internationell etablering skulle dock kräva lokal marknadskännedom, kundrelationer och en organisation som kan bära investeringarna. Erfarenheterna från Norge och Danmark visar att det tar tid att bygga skala och lönsamhet. Vi bedömer därför att tillräcklig lokal storlek från start blir viktig vid en eventuell expansion till ett nytt land. Den långsiktiga möjligheten finns, men den närmaste förvärvspotentialen ligger fortsatt i Norden.

Geografisk förvärvsstrategi över tid



Tillgångslätt affärsmodell med stark kassagenerering

Exsitecs viktigaste tillgångar är medarbetarnas kompetens och de kundrelationer som byggts upp över tid. Erbjudandet bygger främst på externa programvaror, vilket begränsar behovet av egen produktutveckling och investeringar i materiella tillgångar. Den organiska expansionen kräver framför allt investeringar i rekrytering, utbildning och utveckling av erbjudandet. En stor del av dessa kostnader belastar resultatet löpande. Modellen ger därmed goda förutsättningar att omsätta EBITA i kassaflöde.

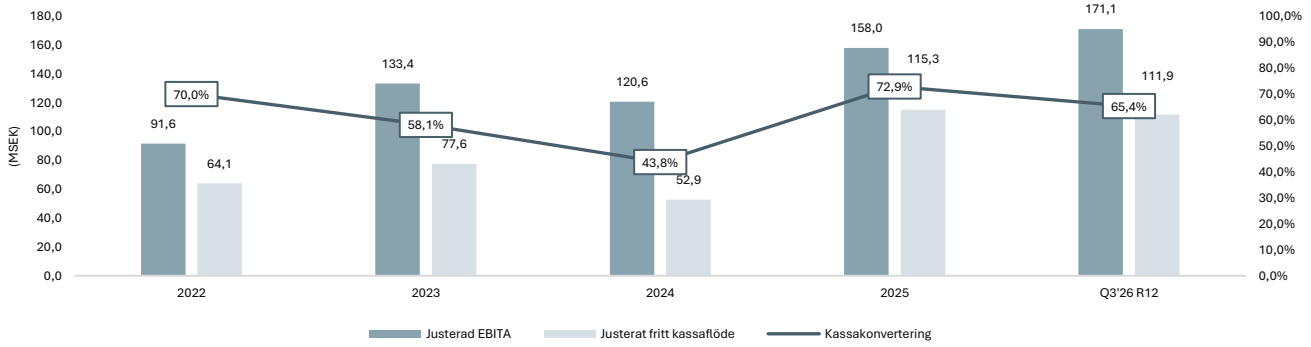
Utvecklingen av erbjudandet utgår från kundernas behov. Den stora kundbasen ger Exsitec löpande insyn i vilka system och funktioner som efterfrågas, och nya programvaror kan adderas när flera kunder har liknande behov. Bolaget kan på så sätt bredda verksamheten genom att bygga kompetens kring befintliga produkter, utan att finansiera hela produktutvecklingen. Egna integrationer och komponenter kompletterar erbjudandet och kan återanvändas hos fler kunder.

Vi ser kombinationen av begränsade investeringsbehov och återkommande intäkter som en styrka i affärsmodellen. Kassaflödet kan användas till skuldminskning, utdelning och nya förvärv, vilket ger möjlighet att finansiera fortsatt expansion med löpande kassaflöden. Kassagenereringen påverkas dock av konsultbeläggning, rörelsekapital och tidpunkten för in- och utbetalningar. Enskilda kvartal behöver därför inte spegla den långsiktiga kassaflödesförmågan.

Omstruktureringen påverkar även kassaflödet, men med viss fördröjning. Merparten av kostnaderna på 26,7 MSEK hade ännu inte betalats vid utgången av Q3'26. Kvartalets kassaflöde från den löpande verksamheten på 15,2 MSEK speglar därför inte hela likviditetsbelastningen från åtgärderna. Återstående utbetalningar belastar kassaflödet när de genomförs, även om kostnaderna redan har redovisats i resultatet.



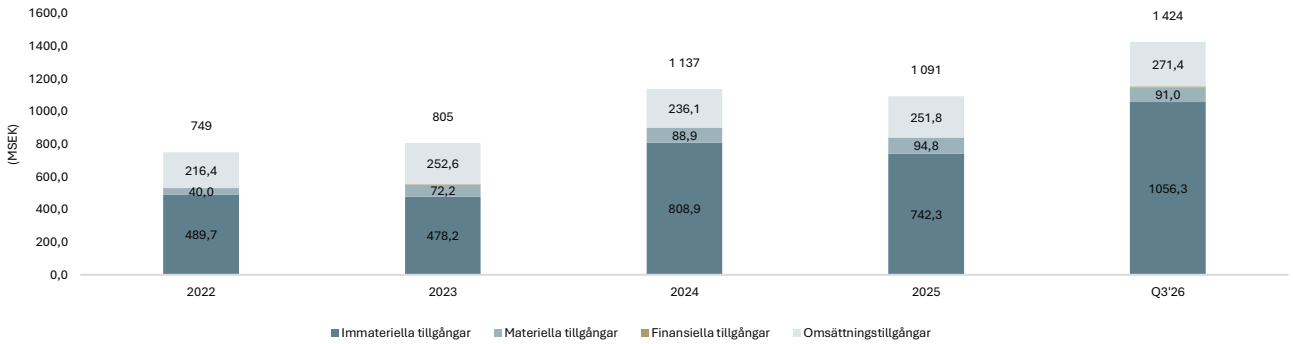
Stark kassagenerering över tid



Balansräkning i sammandrag

Vid utgången av Q3'26 uppgick likvida medel till cirka 54 MSEK och lån från kreditinstitut till cirka 390 MSEK. Därtill uppgick uppskjutna och villkorade förvärvsköpeskillingar till cirka 146 MSEK. Nettoskulden exklusive leasing och inklusive dessa köpeskillingar uppgick därmed till cirka 482 MSEK. Vi bedömer att kassagenereringen ger förutsättningar att minska skuldsättningen. Takten påverkas dock av återstående omstruktureringsutbetalningar, utdelningar och framtida förvärv.

Förvärven har ökat balansräkningen



AI – hot mot verksamheten eller ny tillväxt- och effektivitetsmotor?

AI kan förändra både efterfrågan på Exsitecs tjänster och hur bolaget genomför sina leveranser. Tekniken kan minska arbetsinsatsen per projekt och därmed antalet fakturerbara timmar. Den kan också frigöra kapacitet, sänka kundernas projektkostnader och skapa nya behov av implementation och integration. Nettoeffekten beror därför på hur produktivitetsvinsterna fördelas, om lägre kostnader leder till fler affärer och hur Exsitecs roll mellan programvaruleverantör och kund utvecklas.

Enligt ledningen används AI redan för att effektivisera delar av leveransen, med tydliga produktivitetsvinster inom kodning. Kundernas intresse för AI har också ökat, men steget från intresse till konkreta investeringar är fortfarande stort. Exsitec behöver visa hur tekniken kan lösa affärsproblem och skapa nytta i kundernas befintliga systemmiljöer. Bolaget testar även fastpris och värdebaserad prissättning, men från låga nivåer och utan någon väsentlig påverkan på intäkterna hittills.

Exsitec uppger att bolaget ännu inte har sett någon AI-driven prispress, nedgång i efterfrågan eller trend mot att kunderna ersätter konsulterna med egna lösningar. Ledningen beskriver inte heller någon försvagning av partnerrollen. Programvaruleverantörerna fortsätter att utveckla produkter och ny funktionalitet, och Exsitecs uppgift är att hjälpa kunderna att välja, implementera och använda lösningarna. Enligt bolaget har programvaruleverantörerna lagt ett större ansvar på sina partners under de senaste åren. Ökad AI-användning kan även bidra till högre programvaruintäkter, då partnermodellen enligt ledningen i stort omfattar den nya funktionaliteten.

Vi ser därför begränsat stöd i utvecklingen hittills för en snabb strukturell försvagning av affärsmodellen. Det är dock för tidigt att avgöra den långsiktiga effekten på tillväxt och lönsamhet. Organisk tillväxt, intjäning per medarbetare, prissättning och utvecklingen i programvaruaffären blir viktiga att följa. Förändringar kan även bero på konjunktur, förvärv och kostnadsåtgärder och ska inte automatiskt tillskrivas AI. Vår bedömning är att Exsitecs etablerade kundrelationer, växande återkommande intäkter och genomförda effektiviseringar ger ett bra utgångsläge för fortsatt organisk tillväxt och förbättrad lönsamhet. Bolagets systemkompetens och integrationsförmåga ger även förutsättningar att ta tillvara nya affärsmöjligheter när AI utvecklas.

Risker och möjligheter för Exsitec

Utveckling	Risker	Möjligheter
Effektivare leveranser AI gör implementation, integration, migrering, datahantering och framför allt kodning snabbare	**Färre timmar per projekt** Färre timmar per projekt kan minska konsultintäkterna vid timdebitering. Om efterfrågan inte ökar riskerar den frigjorda kapaciteten att leda till lägre beläggning.	**Högre produktivitet och marginal** Exsitec kan genomföra fler uppdrag med samma organisation, förutsatt att efterfrågan fyller den frigjorda kapaciteten. Fastpris och värdebaserad prissättning kan ge möjlighet att behålla en del av produktivitetsvinsten.
	Vad säger Exsitec? AI används redan för att effektivisera leveransen, med tydliga vinster inom kodning. Arbetet omfattar dock även verksamhetsförståelse, konfigurering, testning och utbildning. Möjligheten att automatisera varierar därför mellan olika arbetsmoment. Exsitec testar fastpris och värdebaserad prissättning, men det har ännu begränsad betydelse för intäkter.	
Lägre kostnad per projekt AI kan göra integrationer och andra speciallösningar billigare att utveckla.	**Prispress på befintliga projekt** Lägre utvecklingskostnader och ökad konkurrens kan pressa projektpriserna. Effektiviseringar behöver därför inte leda till högre marginaler.	**Fler projekt blir ekonomiskt möjliga** Integrationer och speciallösningar som tidigare varit för dyra kan bli ekonomiskt motiverade. Det kan bredda efterfrågan och öka projektvolymerna.
	Vad säger Exsitec? Exsitec uppger att bolaget inte har sett någon AI-driven prispress. Ledningen ser potential för fler kundanpassningar, exempelvis webbapplikationer kopplade till affärssystem. Detta beskrivs främst som en möjlighet framåt, med hittills begränsat finansiellt genomslag.	
Mer tillgängliga verktyg AI gör det enklare att automatisera arbetsmoment och koppla samman system.	**Kunder gör mer själva** Kunder kan hantera vissa enklare uppgifter utan extern hjälp. Det kan minska efterfrågan på delar av Exsitecs konsulttjänster.	**Större behov av fungerande helheter** AI kräver strukturerade data, datakvalitet, säkerhet och fungerande flöden mellan systemen. Exsitecs systemkompetens och verksamhetsförståelse kan hjälpa kunderna att få lösningarna att fungera tillsammans.
	Vad säger Exsitec? Bolaget ser ännu inga tendenser på att kunder gör mer själva. Ledningen framhåller att värdet i Exsitecs leverans till stor del ligger i att förstå kundens verksamhet och få olika system att fungera tillsammans. Tillgång till ny AI-funktionalitet har blivit ytterligare ett argument för kunderna att migrera till molnbaserade system.	
AI byggs in i programvarorna Programvaruleverantörer såsom Visma, Microsoft och Qlik integrerar AI i sina produkter och gör dem enklare att använda	**En mindre roll för partnerledet** Programvaruleverantörerna kan själva sälja, marknadsföra, implementera och supportera sina produkter och lösningar, vilket kan minska behovet av partners som Exsitec.	**Starkare partnerroll och mer återkommande intäkter** Ny funktionalitet kan skapa behov av implementation, integration och utbildning. Ökad AI-användning kan ge högre programvaruintäkter, och billigare utveckling möjliggör fler återanvändbara integrationer.
	Vad säger Exsitec? Programvaruleverantörerna har enligt bolaget lagt ett större ansvar på sina partners under de senaste åren. Partnermodellen omfattar i stort även AI-relaterad användning, med procentuella ersättningsnivåer som generellt liknar traditionella programvarulicenser. Prismodellerna varierar dock och utvecklas fortfarande.	
Nya programvaror och konkurrenter AI kan sänka utvecklingströsklarna och göra det möjligt för nya aktörer att utmana etablerade lösningar.	**Befintliga partners tappar konkurrenskraft** Nya programvaror kan minska efterfrågan på dagens erbjudande och värdet av Exsitecs specialistkompetens. Leverantörer utan partnerstrategi kan även utmana affärsmodellen.	**Ett bredare erbjudande till kundbasen** Exsitec kan ta in nya partnerprogramvaror och hjälpa kunder att utvärdera och införa dem. Kundrelationerna och kunskapen om befintliga systemmiljöer ger en grund för att utveckla erbjudandet
	Vad säger Exsitec? Nya programvaruleverantörer utan partnerstrategi beskrivs som en långsiktig risk. Ledningen bedömer dock att inträdesbarriärerna är högre inom affärskritiska system och att viktiga befintliga partners ligger långt fram i AI-utvecklingen. Exsitec kan även addera nya programvaror när kundernas behov förändras och det finns en attraktiv partnermodell.	

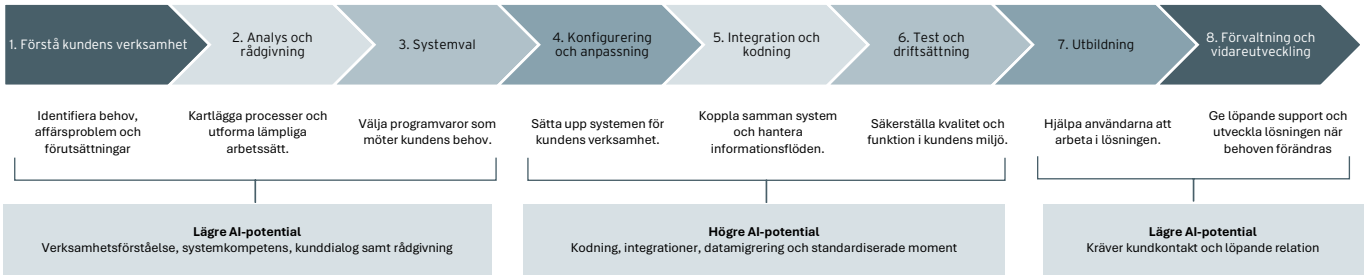
Hur exponerat är Exsitec egentligen?

AI kan effektivisera flera delar av Exsitecs leverans, men möjligheterna varierar mellan arbetsmomenten. En stor del av arbetet kräver verksamhetsförståelse, systemkompetens och nära kunddialog, vilket är betydligt svårare att automatisera. Konsulterna behöver förstå kundens processer, välja lämpliga lösningar och säkerställa att systemen fungerar tillsammans. AI kan stödja dessa uppgifter, men nyttan av tekniken beror på hur väl lösningen anpassas till kundens verksamhet.

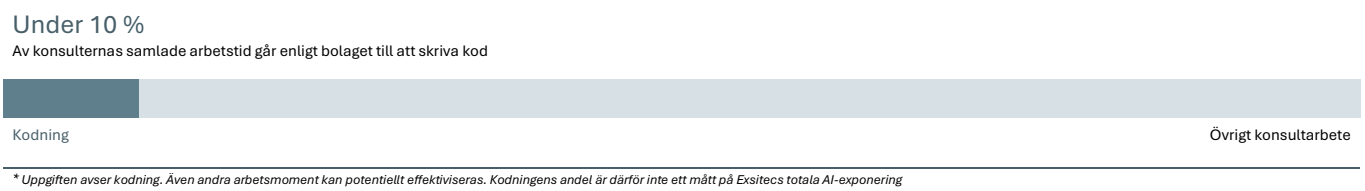
Kodning är ett område där Exsitec redan ser tydliga produktivitetsvinster. Enligt bolaget går mindre än 10 % av konsulternas samlade arbetstid till att skriva kod. Det innebär att snabbare kodproduktion direkt påverkar en begränsad del av den totala arbetstiden. Uppgiften ska dock inte tolkas som ett mått på Exsitecs totala AI-exponering. Även andra arbetsmoment kan effektiviseras, och enklare verktyg kan förändra vad kunderna gör själva och vad de köper externt. Den finansiella effekten beror på hur tidsbesparingarna påverkar debiteringen, om frigjord kapacitet kan fyllas med nya uppdrag och hur prissättningen utvecklas.

Vi bedömer att Exsitecs kompetens och kundrelationer förblir relevanta när leveransen förändras. När tekniska moment kräver mindre tid kan förmågan att förstå affärsproblemen, utforma lösningen och ta ansvar för helheten få större betydelse. Det ger förutsättningar att anpassa erbjudandet, men innebär inte att dagens intäkter eller arbetsfördelning är skyddade från förändring.

En typisk Exsitec leverans



Kodning är en begränsad del av konsultarbetet



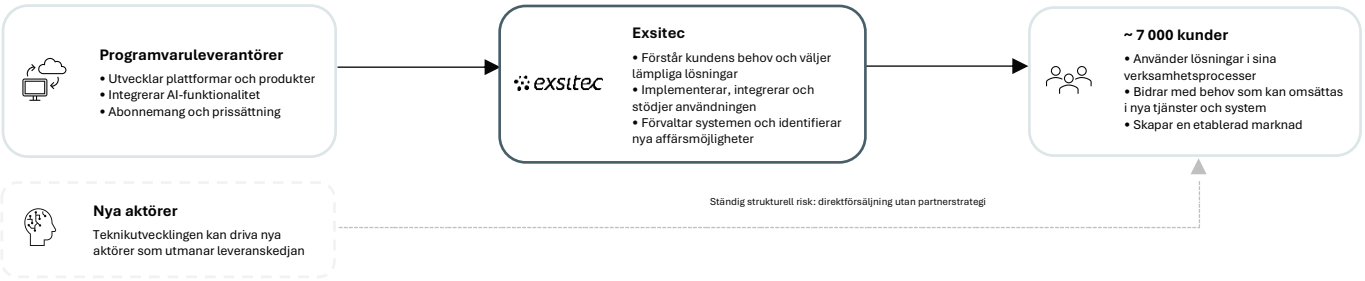
** Uppgiften avser kodning. Även andra arbetsmoment kan potentiellt effektiviseras. Kodningens andel är därför inte ett mått på Exsitecs totala AI-exponering*

Partnerrollen kan skapa nya affärsmöjligheter

Exsitec länkar samman programvaruleverantörernas produkter med kundernas verksamhet genom rådgivning, implementation, integration och vidareutveckling. En risk är att AI förenklar dessa moment så mycket att kunder eller leverantörer kan ta över en större del av arbetet. Exsitec uppger dock att bolaget hittills inte har sett någon sådan försvagning av partnerrollen. Enligt ledningen har leverantörerna i stället lagt ett större ansvar på sina partners under de senaste åren.

Programvaruleverantörerna integrerar redan AI i sina produkter. För Exsitec kan den nya funktionaliteten skapa behov av rådgivning, anpassning och integration hos kunderna. Värdet ligger i att hjälpa kunden att välja relevanta funktioner och införa dem så att de ger nytta i verksamheten. Exsitecs kunskap om kundernas processer och systemmiljöer ger en grund för detta arbete. Enligt ledningen omfattar partnermodellen i stort även AI-relaterad användning, med procentuella ersättningsnivåer som generellt liknar dem för traditionella programvarulicenser. Prismodellerna varierar dock mellan leverantörerna och är fortfarande under utveckling. Ökad användning kan därför bidra till högre återkommande programvaruintäkter, men utfallet beror på hur funktionerna prissätts, kundernas användning och de kommersiella villkoren.

En långsiktig risk är att befintliga partners tappar konkurrenskraft eller att nya leverantörer etablerar sig utan en partnerstrategi. Ledningen bedömer att inträdesbarriärerna är högre inom affärskritiska system och att viktiga befintliga partners ligger långt fram i AI-utvecklingen. Vi bedömer att Exsitecs position framåt avgörs av både partnerportföljens konkurrenskraft och förmågan att omsätta ny funktionalitet i kundnytta.



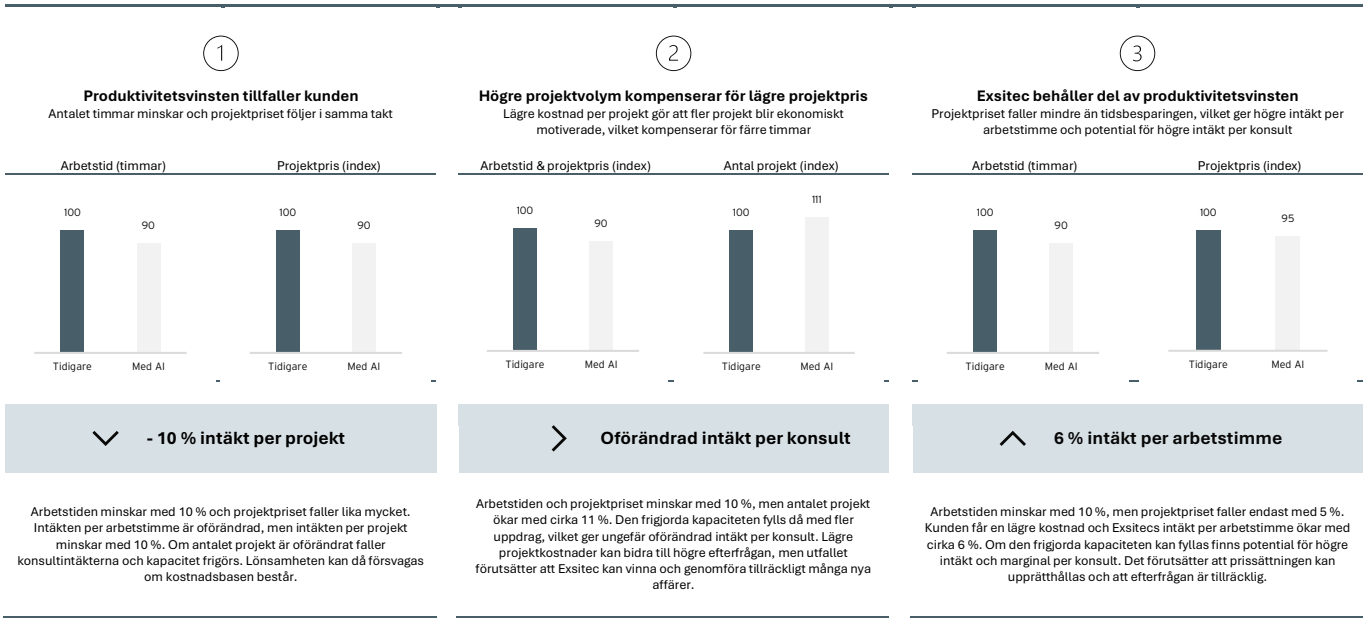
Vem fångar produktivitetsvinsten?

AI minskar redan arbetsinsatsen i delar av Exsitecs leverans, även om de mest exponerade momenten utgör en begränsad del av konsultarbetet. Den stora frågan är hur effektiviseringen påverkar intjäningen och hur värdet fördelas mellan Exsitec, programvaruleverantörerna och kunderna. Färre fakturerbara timmar per projekt kan pressa konsultintäkterna, men också frigöra kapacitet för fler uppdrag. Om Exsitec behåller en del av produktivitetsvinsten kan intjäningen per konsult öka. Lägre projektkostnader kan dessutom göra fler investeringar ekonomiskt motiverade och därmed öka efterfrågan.

Ett exempel som ledningen lyfter är enklare webbapplikationer kopplade till kundernas affärssystem. Sådana lösningar har tidigare kunnat vara för dyra för att kunden ska kunna motivera investeringen. Lägre utvecklingskostnader kan göra dem tillgängliga för fler kunder, vilket är en möjlighet framåt.

Utfallet beror på prissättningen och förmågan att omsätta frigjord kapacitet i nya affärer. Vid löpande timdebitering tillfaller tidsbesparingen i stor utsträckning kunden, och Exsitec behöver fler uppdrag för att upprätthålla konsultintäkterna. Fastpris och värdebaserad prissättning kan ge större möjlighet att behålla en del av vinsten, förutsatt att effektiviseringen inte fullt ut möts av lägre priser. Exsitec testar redan sådana modeller, men från låga nivåer och utan väsentlig påverkan på intäkter hittills. Högre produktivitet leder därför inte automatiskt till högre lönsamhet, utan behöver följas av tillräcklig efterfrågan och en prissättning som fångar värdet av leveransen.

Illustrativa scenarier för effektivare leveranser



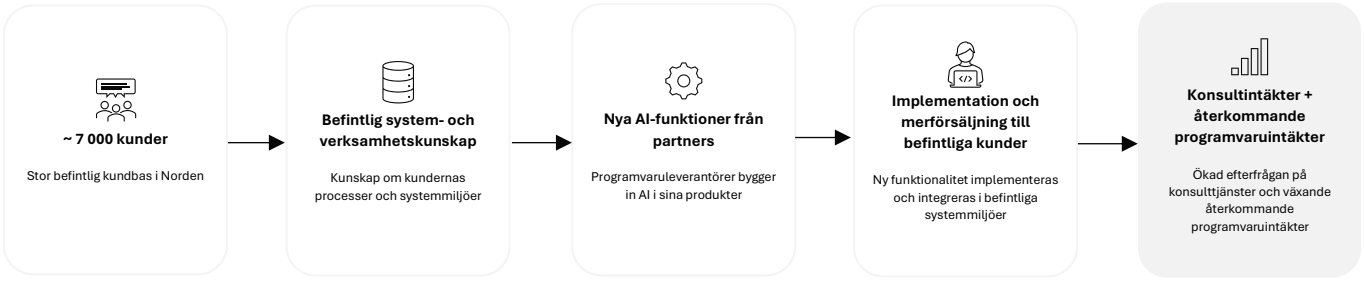
Kundbasen ger en stabil grund för AI-driven merförsäljning

Exsitecs omkring 7 000 kunder och kunskap om deras verksamheter och systemmiljöer ger en etablerad grund för nya affärer. Tillgång till AI-funktionalitet har enligt ledningen blivit ytterligare ett argument för kunder med äldre installerade system att migrera till molnet. För Exsitec kan övergången generera konsultuppdrag och skapa bättre förutsättningar att löpande införa ny funktionalitet.

När programvaruleverantörerna utvecklar sina erbjudanden behöver kunderna bedöma vilka funktioner som är relevanta och hur de ska användas. Exsitecs förståelse för kundens processer, data och integrationer kan underlätta det arbetet. Den löpande kundkontakten ger möjlighet att föreslå konkreta förbättringar och bygga vidare på redan levererade lösningar.

Vi bedömer att kundbasen ger Exsitec goda förutsättningar att omsätta teknikutvecklingen i merförsäljning. Utfallet beror dock på kundernas investeringsvilja och den affärsnytta som kan visas. För att effektivare leveranser ska stärka intjäningen behöver bolaget kombinera högre produktivitet med fler affärer och en växande bas av återkommande intäkter.

7 000 kunder skapar förutsättningar för AI-driven land-and-expand



Ledning

Niklas Ek, VD



Bakgrund: Niklas har varit verksam inom Exsitec sedan 2015, då han började som affärssystemskonsult efter att ha genomgått bolagets traineeprogram. Han har därefter haft flera roller inom bolaget och blev 2021 affärsområdeschef för ERP Sverige, Exsitecs största affärsområde. Niklas har även genomgått Exsitecs interna ledarskapsprogram och varit en del av ledningsgruppen innan han tillträdde som vd i mars 2025. Han är civilingenjör i maskinteknik med en master inom industriell ekonomi från Linköpings universitet.

Pågående uppdrag: -

Innehav: 7 998 aktier

Carl Arnesson, CFO



Bakgrund: Carl har mer än tio års erfarenhet från CFO-roller inom flera olika branscher. Innan han tillträdde som CFO för Exsitec 2025 var han CFO för det noterade energiteknikbolaget Climeon. Dessförinnan har han varit CFO för Zmarta Group och Health and Sports Nutrition Group. Carl har en masterexamen i företagsekonomi från Linköpings universitet.

Pågående uppdrag: -

Innehav: 3 100 aktier

Anders Uddenberg, Head of Business Intelligence



Bakgrund: Anders har varit verksam inom Exsitec sedan 2015 och har under sin tid i bolaget haft flera ledande roller. Han blev 2021 affärsområdeschef för Insikt och ansvarar idag för Exsitecs verksamhet inom Business Intelligence. Anders ingår sedan 2025 i ledningsgruppen och är civilingenjör i industriell ekonomi från Linköpings universitet.

Pågående uppdrag: -

Innehav: 8 996 aktier

Emma Billenius, CHRO



Bakgrund: Emma är HR-chef sedan 2013 och varit en del av organisationen under en stor del av Exsitecs historiska tillväxtresa. Under perioden har Exsitec bland annat byggt upp traineeprogrammet till en central del av bolagets kompetensförsörjning och företagskultur. Emma har en ämneslärarexamen i svenska med inriktning mot gymnasieskolan från Linköpings universitet.

Pågående uppdrag: Styrelseledamot i Redeploy och styrelsesuppleant i Carsoftus Invest

Innehav: 104 259 aktier

Jonas Boquist, COO



Bakgrund: Jonas har varit verksam inom Exsitec sedan 2016 och har en lång operativ erfarenhet från bolaget. Han blev operativ chef 2019 och har varit en del av Exsitecs ledning under en stor del av bolagets historiska tillväxt. Jonas är civilingenjör i teknisk fysik från Kungliga Tekniska högskolan.

Pågående uppdrag: Styrelsesuppleant i Boquist Psykoterapi

Innehav: 47 092 aktier

Styrelse

Peter Viberg, styrelseordförande



Bakgrund: Peter har varit styrelseordförande sedan 2017 och följt bolaget under en stor del av dess tillväxtresa, bland annat börsnoteringen 2020 och den efterföljande nordiska expansionen. Han är även ordförande i styrelsens ersättnings- och förvärvsutskott samt ledamot i revisionsutskottet. Peter har erfarenhet från flera teknik- och tillväxtbolag och är idag bland annat vd och styrelseledamot i Syntrans. Han är civilingenjör i teknisk fysik och elektroteknik från Linköpings universitet.

Pågående uppdrag: VD och styrelseledamot i Syntrans AB, styrelseordförande i Maskinia samt styrelseledamot i Vita Vonni och Arkion Solutions.

Innehav: 2 433 137 aktier genom bolaget Syntrans

Christine Ahlstrand, styrelseledamot



Bakgrund: Christine är styrelseledamot i Exsitec sedan 2023 och har en bakgrund inom investeringar och private equity. Hon är General Partner på Course Corrected och har tidigare arbetat som Investment Professional på Standout Capital. Hon har erfarenhet av investeringar och utveckling av tillväxtbolag samt styrelsearbete i flera teknik- och tillväxtbolag. Christine har en masterutbildning med inriktning mot redovisning och finansiell styrning från Handelshögskolan i Stockholm.

Pågående uppdrag: General Partner i Course Corrected samt styrelseledamot i Petgood och Globhe Drones

Innehav: 1 500 aktier

Ann-Charlotte Jarleryd, styrelseledamot



Bakgrund: Ann-Charlotte är styrelseledamot i Exsitec sedan 2023 och är även ordförande i revisionsutskottet. Hon har lång erfarenhet från ledande finansroller i noterade IT- och mjukvarubolag och har tidigare varit CFO för bland annat Addnode Group, Acando och Protect Data. Dessförinnan har hon arbetat som auktoriserad revisor på PwC och som konsult inom företagsförvärv på EY. Hon har bred erfarenhet inom finansiell styrning, redovisning och företagsförvärv. Ann-Charlotte är civilekonom och har även en journalistutbildning från Stockholms universitet.

Pågående uppdrag: Styrelseledamot i CellaVision och Broviken Gruppen

Innehav: -

Erlend Sogn, styrelseledamot



Bakgrund: Erlend är styrelseledamot i Exsitec sedan 2022 och har tidigare varit vd för Visma Software och Visma Real Estate. Han har därmed djup erfarenhet från Visma-ekosystemet, som utgör en viktig del av Exsitecs programvaruerbjudande. Erlend har även erfarenhet från flera styrelseuppdrag inom mjukvara och teknik. Han är civilekonom med inriktning mot marknadsföring från Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Pågående uppdrag: Styrelseledamot i Sportscomputing, Subscription Asset, AYFIE, Rubus Tech och ZTL Payments samt styrelseordförande i Onetwo3.

Innehav: 2 500 aktier

Emil Hjalmarsson, styrelseledamot



Bakgrund: Emil är styrelseledamot i Exsitec sedan 2023 och arbetar sedan 2016 som Investment Manager på Grenspecialisten, en av Exsitecs större ägare. Dessförinnan arbetade han som kreditanalytiker på Nordea och Danske Bank. Emil är ledamot i Exsitecs revisions- och förvärvsutskott och är civilingenjör från Kungliga Tekniska högskolan (KTH).

Pågående uppdrag: Investment Manager på Grenspecialisten samt styrelseledamot i Boule Diagnostics, Lime Technologies och Trianon.

Innehav: 8 700 aktier privat samt 1 355 000 aktier via Grenspecialisten

Johan Kallblad, styrelseledamot



Bakgrund: Johan var vd för Exsitec mellan 2010 och februari 2025 och hade en central roll i bolagets utveckling under en period av betydande tillväxt, geografisk expansion och ett stort antal förvärv. Under hans tid som vd börsnoterades Exsitec 2020 och etablerade verksamhet på flera nordiska marknader. Efter att ha lämnat vd-rollen valdes Johan in i styrelsen 2025 och bidrar med djup kunskap om bolagets verksamhet, kultur och strategi. Johan är civilingenjör i industriell ekonomi från Linköpings universitet och har genomgått Executive Management Program vid Handelshögskolan i Stockholm.

Pågående uppdrag: VD för Upsales och styrelseledamot i Gung Group Holding samt Carasent

Innehav: 957 000 aktier

Ägarbild

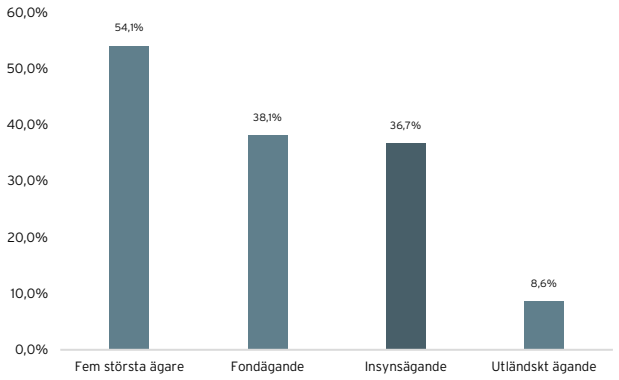
Exsitec har en koncentrerad ägarbild med flera långsiktiga huvudägare, ett betydande institutionellt ägande och stort insynsägande. De fem största ägarna kontrollerar tillsammans omkring 54,1 % av kapital och röster. Största ägare är Syntrans, som är kopplat till styrelseordförande Peter Viberg, följt av Grenspecialisten, Creades, Cliens Kapitalförvaltning samt tidigare vd och nuvarande styrelseledamot Johan Kallblad.

Vi ser positivt på kombinationen av ett betydande ägande hos personer med lång historik i Exsitec och en bred bas av institutionella investerare. Det skapar stabilitet och en tydlig ägarförankring i frågor som kapitalallokering och förvärv, vilka är viktiga delar av bolagets strategi. Det höga ägandet bland institutioner och insynspersoner är ovanligt för ett bolag i Exsitecs storlek och ger långsiktiga förutsättningar för fortsatt värdeskapande.

Största aktieägare

Ägare	Andel
1. Syntrans AB	18,1 %
2. Grenspecialisten	10,1 %
3. Creades	9,6 %
4. Cliens Kapitalförvaltning	9,2 %
5. Johan Kallblad	7,1 %
6. Case Kapitalförvaltning	5,0 %
7. Andra AP-fonden	4,0 %
8. Alcur Fonder	4,0 %
9. Humle Fonder	3,9 %
10. Nordea Funds	3,0 %

Långsiktiga huvudägare och stort insynsägande



Utestående optionsprogram

Exsitec har tre utestående prestationsbaserade incitamentsprogram riktade till ledning, övriga ledande befattningshavare och nyckelpersoner. Programmen förutsätter bland annat eget aktieägande, fortsatt anställning och att vissa prestationsvillkor uppfylls. Det skapar ett långsiktigt incitament att bidra till bolagets värdeskapande, där utspädningen för befintliga aktieägare är begränsad.

Pågående incitamentsprogram

Program	Max antal aktier	Max utspädning	Slutdatum
LTI 2024	60 000	0,44 %	Aug 2027
LTI 2025	73 400	0,54 %	Aug 2028
LTI 2026	77 700	0,6 %	Aug 2029
Totalt	**211 100**	**~ 1,6 %**	-

Främsta risker

Svagare efterfrågan och konsultbeläggning
Svagare konjunktur och försiktighet kring IT-investeringar kan leda till lägre konsultaktivitet och beläggning. Risken blev tydlig under 2024, då befintliga kunder sköt upp mindre systemuppdateringar och anpassningar. Det skapade överkapacitet och pressade lönsamheten. Eftersom personalkostnaderna inte kan anpassas lika snabbt som efterfrågan kan en längre period med låg aktivitet få stor effekt på resultatet. Risken begränsas av den stora installerade kundbasen, återkommande konsultaffärer och växande programvaruintäkter. Exsitec kan även anpassa rekrytering, men sådana åtgärder behöver vägas mot framtida leveransbehov. Vi bedömer risken som medel.



Medel

AI kan förändra efterfrågan och intjäningen
AI kan effektivisera delar av Exsitecs leveranser och minska antalet fakturerbara timmar per projekt. Om tidsbesparingen tillfaller kunden genom färre timmar eller lägre priser behöver bolaget kompensera med fler uppdrag eller förändrad prissättning. I ett negativt scenario minskar intäkterna snabbare än kostnadsbasen kan anpassas. Tekniken kan också göra det enklare för kunder eller leverantörer att själva hantera vissa arbetsmoment. Risken begränsas av Exsitecs verksamhetsförståelse, systemkompetens och integrationsförmåga. Lägre projektkostnader kan dessutom göra fler investeringar ekonomiskt motiverade. Bolaget uppger att det hittills inte sett någon AI-driven prispress eller försvagning av partnerrollen, men den långsiktiga nettoeffekten är osäker. Vi bedömer risken som medel.



Medel

Beroende av programvarupartners
Exsitec bygger erbjudandet kring ett utvalt antal externa programvarupartners, där Visma är den största. Försämrade partnervillkor, lägre ersättning eller svagare konkurrenskraft hos en viktig programvara kan påverka både återkommande intäkter och konsultaffärer. En strukturell risk är att leverantörerna själva tar en större del av försäljning, implementation och support. Enligt ledningen har ersättningsnivåerna varit relativt stabila under de senaste fem till tio åren, men detta garanterar inte oförändrade framtida villkor. Risken begränsas av Exsitecs roll inom lokal försäljning, integration och kundutveckling samt möjligheten att över tid bredda och förändra partnerportföljen. Ett byte av fokus kräver dock kompetensuppbyggnad och kan ta tid. Vi bedömer risken som medel.



Medel

Kompetensförsörjning och personalomsättning
Tillväxten är beroende av att Exsitec kan rekrytera, utveckla och behålla rätt kompetens. För snabb rekrytering kan skapa överkapacitet om efterfrågan blir svagare än väntat, vilket utvecklingen under 2024 visade. För låg rekrytering kan i stället begränsa tillväxten. Enligt bolaget har försiktigare traineeintag under 2025 och 2026 medfört vissa begränsningar i den svenska leveranskapaciteten när efterfrågan förbättrats. Risken begränsas av det etablerade traineeprogrammet, som minskar beroendet av extern rekrytering av erfarna konsulter. Omkring 40 % av medarbetarna har börjat som traineer. Modellen kräver dock framförhållning, eftersom nya konsulter behöver utbildning innan de bidrar fullt ut. Vi bedömer risken som medel.



Medel

Förvärvs- och integrationsrisk
Förvärv innebär risk för att Exsitec betalar för mycket, överskattar synergier eller misslyckas med att behålla kunder och nyckelpersoner. Amesto är bolagets hittills största förvärv och har ökat både integrationsbehovet och skuldsättningen. Den koncernövergripande omstruktureringen är genomförd, men besparingarna behöver få fullt genomslag och arbetet med gemensam kultur, arbetssätt och kundutveckling fortsätter. Svagare försäljning eller förlorad kompetens kan motverka kostnadsfördelarna och försämra avkastningen. Risken begränsas av Exsitecs förvärvserfarenhet och att Amesto har stora likheter med den befintliga verksamheten. Gemensamma partners och närliggande erbjudanden underlättar integrationen, men säkerställer inte utfallet. Vi bedömer risken som medel.



Medel

Långsiktigt utrymme för förvärv
Förvärvens bidrag till tillväxten kan minska när Exsitec blir större och konsoliderar sina viktigaste marknader. Den starka positionen inom Visma innebär att antalet större relevanta förvärvsobjekt inom detta område kan bli färre. Tillgängliga bolag kan också vara för dyra eller sakna ägare som vill sälja. Risken begränsas av att den nordiska marknaden är fragmenterad och att Exsitec arbetar inom flera programvaruekosystem. Microsoft och kompletterande specialistområden kan ge ytterligare möjligheter. Expansion utanför Norden kan bredda urvalet på längre sikt, men medför nya krav på lokal skala, organisation och marknadskännedom. Vi bedömer risken som medel.



Medel

Peers – IT-konsulter och specialiserade serieförvärvare

Exsitecs affärsmodell omfattar konsulttjänster, återkommande programvaru- och supportintäkter samt förvärv. Ingen enskild jämförelsegrupp fångar därför samtliga egenskaper. Vi använder svenska IT-konsultbolag som utgångspunkt för konsultverksamheten och specialiserade serieförvärvare för att belysa värdet av återkommande förvärv och återinvestering av kassaflöden.

Medianbolaget bland urvalet av IT-konsulterna handlas till 7,4x EV/EBITDA och 11,8x EV/EBIT på rullande tolv månader. Värderingarna ska ses mot bakgrund av flera år med svag efterfrågan och ökad osäkerhet kring hur AI påverkar projektvolymer, prissättning och personalbehov. Dessa frågor är relevanta även för Exsitec.

Exsitec skiljer sig dock från mer traditionell konsultverksamhet genom sin specialisering inom affärskritiska system, stora installerade kundbas och återkommande programvaru- och supportintäkter. Omkring 80 % av konsultintäkterna kommer från befintliga kunder, och genomförda implementationer kan generera nya affärer under många år. Programvaruintäkterna kan dessutom växa utan en motsvarande ökning av personalstyrkan. Vi bedömer att detta ger större förutsägbarhet och bättre skalbarhet, vilket motiverar en värderingspremie mot traditionella IT-konsultbolag.

Exsitec i jämförelse med svenska IT-konsulter

Bolag	Börsvärde	EV	Nettoomsättning			EBITDA				EBIT			
			R12	EV/S	CAGR 5y	R12	%	EV/EBITDA	CAGR 5y	R12	%	EV/EBIT	CAGR 5y
Addnode	6 800	9 250	5 855	1,6x	7,5%	994,0	17,0%	9,3x	12,7%	532,0	9,1%	17,3x	11,8%
B3 Consulting	190	425	1 180	0,4x	5,1%	78,1	6,6%	5,4x	-3,0%	44,0	3,7%	9,6x	-9,0%
CAG Group	655	619	853	0,7x	5,6%	90,3	10,6%	6,6x	6,3%	60,8	7,1%	9,9x	8,4%
CombinedX	493	235	790	0,3x	11,3%	108,7	13,8%	2,2x	19,9%	40,9	5,2%	5,8x	19,9%
Enea	1 230	1 464	892	1,6x	-1,8%	276,2	31,0%	5,2x	-5,9%	127,0	14,2%	11,5x	-10,1%
eWork	968	1 199	12 782	0,1x	-0,6%	141,5	1,1%	8,5x	-2,6%	85,9	0,7%	14,0x	-7,5%
KnowIT	2 639	3 167	5 597	0,6x	3,1%	386,7	6,9%	8,2x	-7,2%	-262,3	-4,7%	neg.	-193,7%
Precio Fishbone	163	156	174	0,9x	-6,9%	16,1	9,2%	9,7x	-15,6%	6,7	3,8%	23,5x	-22,2%
Prevas	722	987	1 618	0,6x	6,4%	160,2	9,9%	6,2x	-1,0%	100,7	6,2%	9,8x	-5,4%
Proact IT	3 519	3 531	4 819	0,7x	6,5%	476,4	9,9%	7,4x	6,4%	266,4	5,5%	13,3x	9,9%
Softronic	1 163	1 158	984	1,2x	4,6%	117,9	12,0%	9,8x	0,2%	93,6	9,5%	12,4x	-0,1%
Snitt	**1 686**	**2 018**	**3 231**	**0,8x**	**3,7%**	**258,7**	**11,6%**	**7,1x**	**0,9%**	**99,6**	**5,5%**	**12,7x**	**-18,0%**
Median	**968**	**1 158**	**1 180**	**0,7x**	**5,1%**	**141,5**	**9,9%**	**7,4x**	**-1,0%**	**85,9**	**5,5%**	**11,8x**	**-5,4%**
Exsitec	1 547	2 029	963	2,1x	12,4%	173,3	18,0%	11,7x	17,8%	98,3	10,2%	20,6x	86,2%

Medianbolaget bland de specialiserade serieförvärvarna handlas till 9,0x EV/EBITDA och 17,2x EV/EBIT på rullande tolv månader. Exsitec värderas över gruppens median på både EBITDA och EBIT. Jämförelsen påverkas dock av skillnader i bland annat avskrivningar, förvärvshistorik, engångskostnader och resultatmått.

Exsitec har flera egenskaper gemensamma med serieförvärvare. Bolaget verkar på en fragmenterad marknad och använder förvärv för att löpande tillföra kunder och kompetens, bredda erbjudandet och stärka marknadspositionen. Kassaflöden kan återinvesteras i nya verksamheter, där integration och korsförsäljning ger möjlighet att skapa värde utöver det förvärvade resultatet. Amesto visar modellen genom en större kundbas, stärkt position i Norge och identifierade kostnadssynergier. Flera bolag i gruppen är dock större och mer diversifierade. Exsitec är koncentrerat till ett begränsat antal programvaror och nordiska marknader.

Exsitec i jämförelse med specialiserade serieförvärvare

Bolag	Börsvärde	EV	Nettoomsättning			EBITDA				EBIT			
			R12	EV/S	CAGR 5y	R12	%	EV/EBITDA	CAGR 5y	R12	%	EV/EBIT	CAGR 5y
Addnode	6 800	9 250	5 855	1,6x	7,5%	994,0	17,0%	9,3x	12,7%	532,0	9,1%	17,3x	11,8%
Berner Industrier	1 482	1 662	1 065	1,6x	7,5%	144,6	13,6%	11,5x	19,5%	101,9	9,6%	16,3x	27,7%
Coor Service Management	4 824	7 141	12 361	0,6x	4,1%	844,0	6,8%	8,4x	1,3%	499,0	4,0%	14,2x	4,4%
Fasadgruppen	1 442	3 059	5 243	0,5x	14,4%	342,7	6,5%	8,4x	0,5%	60,0	1,1%	51,0x	-25,4%
Green Landscaping	939	3 958	6 632	0,6x	16,1%	744,0	11,2%	5,3x	16,4%	312,0	4,7%	12,7x	14,9%
Hexatronic	8 889	10 835	7 674	1,4x	17,1%	807,0	10,5%	13,4x	10,5%	253,0	3,3%	42,8x	-6,6%
HomeMaid	557	640	687	0,9x	16,4%	71,4	10,4%	9,0x	17,9%	43,6	6,3%	14,7x	15,2%
Humana	3 315	7 462	10 030	0,7x	4,2%	1023	10,2%	7,3x	2,3%	432,0	4,3%	17,2x	-2,6%
Infracom	431	507	815	0,6x	24,7%	107,8	13,2%	4,7x	9,1%	78,7	9,7%	6,4x	6,4%
Instalco	10 930	14 492	14 106	1,0x	9,7%	1347	9,5%	10,8x	7,9%	800,0	5,7%	18,1x	2,1%
KnowIT	2 639	3 167	5 597	0,6x	3,1%	386,7	6,9%	8,2x	-7,2%	-262,3	-4,7%	neg.	-193,7%
Rejlers	3 188	4 245	4 895	0,9x	11,0%	458,2	9,4%	9,3x	13,4%	277,5	5,7%	15,3x	16,4%
Sdiptech	9 224	12 790	5 126	2,5x	13,5%	1215	23,7%	10,5x	19,1%	370,0	7,2%	34,6x	0,3%
Vertiseit	2 051	2 361	701	3,4x	39,9%	93,1	13,3%	25,4x	40,3%	19,5	2,8%	120,9x	32,9%
Vitec Software	10 172	13 184	3 525	3,7x	17,5%	1598	45,3%	8,2x	22,3%	761,5	21,6%	17,3x	21,9%
Snitt	**4 458**	**6 316**	**5 621**	**1,4x**	**13,8%**	**678,4**	**13,8%**	**10,0x**	**12,4%**	**285,2**	**6,0%**	**28,5x**	**-5,0%**
Median	**3 188**	**4 245**	**5 243**	**0,9x**	**13,5%**	**744,0**	**10,5%**	**9,0x**	**12,7%**	**277,5**	**5,7%**	**17,2x**	**6,4%**
Exsitec	1 547	2 029	963	2,1x	12,4%	173,3	18,0%	11,7x	17,8%	98,3	10,2%	20,6x	86,2%

Estimat

(MSEK)	2023	2024	2025	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26E	2026E	2027E
Nettoomsättning	**751,3**	**811,3**	**894,9**	**237,9**	**254,8**	**230,6**	**305,2**	**1 028,5**	**1 183,2**
Tillväxt y-o-y	*14,4%*	*8,0%*	*10,3%*	*-0,9%*	*11,7%*	*22,9%*	*27,5%*	*14,9%*	*15,0%*
varav organisk tillväxt	*11,1%*	*-1,5%*	*1,8%*	*1,0%**	*7,7%**	*3,3%**	*4,0%**	*4,0%**	*5,1%**
Övriga rörelseintäkter	6,2	5,4	10,0	1,7	0,1	1,3	2,0	5,2	6,9
Summa intäkter	**757,4**	**816,7**	**904,9**	**239,6**	**255,0**	**231,9**	**307,2**	**1033,6**	**1190,1**
EV/S	*2,7*	*2,5*	*2,3*	*2,3*	*2,2*	*2,1*	*2,0*	*2,0*	*1,7*
Rörelsekostnader	**-596,1**	**-662,3**	**-710,1**	**-181,7**	**-195,9**	**-192,5**	**-235,7**	**-805,9**	**-911,0**
Tillväxt y-o-y	*9,1%*	*11,1%*	*7,2%*	*-3,2%*	*9,7%*	*24,1%*	*24,9%*	*13,5%*	*13,0%*
Justerad EBITDA	**161,4**	**154,4**	**194,8**	**57,9**	**59,0**	**39,4**	**71,4**	**227,8**	**279,1**
Justerad EBITDA-marginal	*21,5%*	*19,0%*	*21,8%*	*24,3%*	*23,2%*	*17,1%*	*23,4%*	*22,1%*	*23,6%*
Tillväxt y-o-y	*40,8%*	*-4,3%*	*26,2%*	*6,0%*	*11,2%*	*13,3%*	*36,5%*	*16,9%*	*22,5%*
EV/justerad EBITDA	*12,6*	*13,1*	*10,4*	*10,2*	*9,9*	*9,7*	*8,9*	*8,9*	*7,3*
Materiella av- och nedskrivningar	-27,9	-33,7	-36,8	-9,1	-9,2	-9,6	-9,9	-37,8	-40,9
Justerad EBITA	**133,4**	**120,6**	**158,0**	**48,8**	**49,8**	**29,8**	**61,5**	**190,0**	**238,2**
Justerad EBITA-marginal	*17,8%*	*14,9%*	*17,7%*	*20,5%*	*19,5%*	*12,9%*	*20,2%*	*18,5%*	*20,1%*
Tillväxt y-o-y	*45,7%*	*-9,6%*	*31,0%*	*6,9%*	*12,3%*	*17,7%*	*44,1%*	*20,2%*	*25,4%*
EV/justerad EBITA	*15,2*	*16,8*	*12,8*	*12,6*	*12,2*	*11,9*	*10,7*	*10,7*	*8,5*
Justerat fritt kassaflöde	**77,6**	**52,9**	**115,3**	**12,0**	**52,7**	**6,0**	**35,0**	**105,7**	**147,0**
Kassakonvertering	*58,1%*	*43,8%*	*72,9%*	*24,6%*	*105,9%*	*20,0%*	*56,9%*	*55,7%*	*61,7%*
Estimerad nettoskuld**	-	-	-	-	-	481,9	446,9	446,9	299,9
Enterprise Value	-	-	-	-	-	2 028,6	1 993,6	1 993,6	1 846,6
EV/justerad EBITA inkl. kassauppbyggnad	-	-	-	-	-	*11,9*	*10,5*	*10,5*	*7,8*

** Exklusive avyttringen av Zedcom*
*** Exklusive leasing, inklusive uppskjutna och villkorade förvärvsköpeskillingar*

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vår värdering av Exsitec baseras på en multipel om 12,0x EV/justerad EBITA. Vi använder justerad EBITA eftersom måttet exkluderar avskrivningar på förvärvsrelaterade immateriella tillgångar samt andra jämförelsestörande poster. Det ger enligt vår bedömning en bättre bild av den underliggande operativa intjäningen.

Våra estimat inkluderar inga framtida förvärv. I värderingen tar vi i stället hänsyn till den kassagenerering vi bedömer att verksamheten kan skapa under prognosperioden. Det innebär att den förväntade kassagenereringen tillfaller aktieägarvärdet, utan antaganden om framtida förvärvsbidrag. Den estimerade nettoskulden beräknas före eventuella utdelningar. Det motiverade värdet inkluderar därmed värdet av utdelningar som kan tillfalla aktieägarna under prognosperioden.

För 2027 baseras värderingen på 13 509 306 aktier, vilket inkluderar det incitamentsprogram som vi antar leder till utspädning under prognosperioden. För 2026 används nuvarande antal aktier om 13 449 306.

(MSEK)	**2026E**	**2027E**
Multipel (EV/justerad EBITA)	12,0	12,0
Justerad EBITA	190,0	238,2
Enterprise Value	2 279,4	2 857,8
Nettoskuld	446,9	299,9
Börsvärde	1 832,6	2 557,9
Motiverat värde per aktie	**136,3**	**189,3**
Potentiell avkastning	18,5%	64,6%

Känslighetsanalys

Tabellen nedan visar hur det motiverade värdet per aktie och den potentiella avkastningen påverkas av olika multiplar.

	Huvudscenario 2026E			**Huvudscenario 2027E**		
EV/Justerad EBITAx	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**	**Börsvärde (MSEK)**	**Aktiekurs (kr)**	**Förändring %**
5	502,9	37,4	-67,5%	890,9	65,9	-42,7%
6	692,8	51,5	-55,2%	1 129,0	83,6	-27,3%
7	882,8	65,6	-42,9%	1 367,2	101,2	-12,0%
8	1 072,8	79,8	-30,6%	1 605,3	118,8	3,3%
9	1 262,7	93,9	-18,4%	1 843,5	136,5	18,7%
10	1 452,7	108,0	-6,1%	2 081,6	154,1	34,0%
11	1 642,6	122,1	6,2%	2 319,8	171,7	49,3%
12	**1 832,6**	**136,3**	**18,5%**	**2 557,9**	**189,3**	**64,6%**
13	2 022,5	150,4	30,8%	2 796,1	207,0	80,0%
14	2 212,5	164,5	43,0%	3 034,2	224,6	95,3%
15	2 402,4	178,6	55,3%	3 272,4	242,2	110,6%
16	2 592,4	192,8	67,6%	3 510,5	259,9	126,0%
17	2 782,3	206,9	79,9%	3 748,7	277,5	141,3%
18	2 972,3	221,0	92,2%	3 986,8	295,1	156,6%
19	3 162,2	235,1	104,5%	4 225,0	312,7	172,0%
20	3 352,2	249,2	116,7%	4 463,2	330,4	187,3%

Disclaimer

Kalqyl bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag. Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedd för mottagaren. Kalqyl ska ej hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut på grund av information i denna analys.

Alla investeringar i finansiella instrument är förknippade med ekonomisk risk, och historisk avkastning ger ingen garanti för framtida avkastning. Kalqyl har interna riktlinjer för anställdas privata aktieägande i bolag som omfattas av analys. För att säkerställa oberoende och förtroende gäller särskilda handelsrestriktioner. Efter köp av aktier i ett bolag som omfattas av analys får försäljning med vinst inte ske inom 30 dagar. Dessutom råder handelsstopp i 14 dagar före planerad publicering av initieringsanalys, samt i 48 timmar efter publicering. För rapportkommentar/uppföljningsanalys råder handelsstopp från det datumet arbetet påbörjas, samt i 48 h efter publicering. Under dessa perioder får inga transaktioner genomföras i det aktuella bolagets aktier eller relaterade instrument.

Intressekonflikt

Pontus Fredriksson äger aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys