



Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 25 juli 2024

# Upsales Technology

## Negativ trend i ARR-utveckling har brutits

### Nedåtgående trend har vänt

ARR vid kvartalets slut uppgick till 137,5 mkr vilket motsvarar en tillväxt om -2,8% y/y och 1,2% q/q. Den fem kvartal långa trenden med sjunkande ARR är således bruten. Rapporterad ARR var marginellt lägre än vad som krävdes för att nå våra helårsestimat. Omsättningen i kvartalet uppgick till 35,4 mkr vilket motsvarar en minskning om 3,7% y/y. EBITDA i kvartalet uppgick till 6,7 mkr vilket motsvarar en marginal om 19,0%. Siffran var marginellt lägre än vad som krävdes för att nå våra helårsestimat. Sammanfattningsvis ser vi det som positivt att bolaget bryter trenden av nedåtgående ARR, samtidigt var magnituden av detta lägre än vad vi trott.

### Potentiell botten nådd

Baserat på bolagets givna guidning om en fortsatt ARR-tillväxt q/q om än i en lägre takt i Q3 än Q2 så sänker vi våra intäktsestimater med 3,9% på innevarande år och 6,2% för 2025 och 5,4% för 2026. Vi bedömer att de åtgärder som tagits under året kommer börja ge effekt på tillväxten framöver. Baserat på de sänkta intäktsestimaten och att bolaget tar kostnader för att växa så sänker vi vårt EBITDA estimat på innevarande år med 6,7 mkr. För perioden 2025-2026 sänker vi våra EBITDA-estimater med i snitt 6,6 mkr.

### Justering av motiverat värde reflekterar estimatförändringar

Baserat på rapporten så sänker vi vårt motiverade värde till 36-44 kr (41-48). Vi bedömer att den främsta katalysatorn för Upsales framöver kommer vara när ARR-tillväxten accelererar från nuvarande nivåer. Vi ser att detta kan ske från Q4'24 och framåt givet de initiativ bolaget tagit under de senaste kvartalen.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk			
	24e	25e	26e	2023	2024e	2025e	2026e	Motiverat värde	36,0 - 44,0 kr	
Totala intäkter	-3,9%	-6,2%	-5,4%	153	151	169	202	Aktiekurs	32,0 kr	
EBITDA, just.	-18,4%	-14,1%	-13,9%	Tillväxt	9%	-1%	12%	19%	Riskenivå	Medel
EPS, just.	-23,6%	-19,5%	-18,4%	EBITDA, just.	43	30	37	44	<b>Kursutveckling 12 mån</b>	
<b>Kommande händelser</b>			EBIT, just.	34	19	25	32			
Q3 - rapport	23 oktober 2024		EPS, just.	1,7	0,9	1,2	1,5			
Q4 - rapport	19 februari 2025		EPS-tillväxt, just.	23%	-44%	28%	26%			
<b>Bolagsfakta (mkr)</b>			EK/aktie	1,8	1,2	0,9	0,9			
Antal aktier	17m		Utdelning per aktie	1,5	1,5	1,5	1,5			
Börsvärde	532		EBIT-marginal	23,6%	13,6%	15,3%	16,2%			
Nettoskuld	-34		ROE, just.	82,3%	60,6%	109,7%	161,8%			
EV	499		ROCE, just.	102,5%	76,6%	138,1%	205,5%			
Free float	56%		EV/Sales	4,4x	3,5x	3,1x	2,5x			
Daglig handelsvolym, snitt	6k		EV/EBITDA	15,0x	16,7x	13,5x	11,4x			
Bloomberg Ticker	UPSAL SS EQUITY		EV/EBIT	18,6x	25,6x	20,0x	15,7x	<b>Intressekonflikter</b>		
<b>Analytiker</b>			P/E, just.	24,4x	34,5x	26,9x	21,3x			
Rikard Engberg			P/EK	22,2x	25,8x	34,5x	34,4x			
rikard.engberg@carnegie.se			Direktavkastning	3,7%	4,7%	4,7%	4,7%	Yes	No	
			FCF yield	3%	3%	3%	4%	Likviditetsgarant	✓	
			Nettoskuld/EBITDA	-1,2x	-1,4x	-0,9x	-0,7x	Certified adviser	✓	
							Transaktioner 12m		✓	

## Investment case

**Genererar hög avkastning på investering:** Upsales levererar CRM-mjukvara till bolag inom SME-segmentet. Dessa bolag har oftast inte CRM-system, vilket gör att implementeringen av CRM-system ger en hög utveckling i försäljningstakt på dessa. Vi bedömer således att Upsales har stora möjligheter att hitta nya kunder. Bolaget bedömer sig i dagsläget ha en marknadsandel om 3-5%.

**Potentiell acceleration av tillväxt på befintliga kunder:** Upsales bedömer att befintlig kundstock har en potentiell ARR om 500 mkr, mot Upsales senast rapporterade ARR om 146 mkr. Vi bedömer att ett ökat fokus på tillväxt på befintliga kunder kommer kunna stärka lönsamheten hos bolaget, då payback-tiden på investerad marknadsföring på befintliga kunder är under ett år.

**Kan ha nått botten av vikande tillväxttrend:** Vi bedömer att Upsales under kommande kvartal kommer att vända den negativa tillväxttrend man sett under 2023 och inledningen av 2024. Vi bedömer att detta är möjligt genom en satsning på försäljning till befintliga kunder och lansering av nya tjänster.

## Bolagsprofil

### CRM-system – hög strukturell tillväxt

Marknaden för SaaS-baserade CRM-system i Norden väntas växa med ca 20% årligen de kommande åren. Vi ser framför allt tre anledningar till den accelererande tillväxttakten. De två främsta anledningarna är regulatoriska krav – GDPR kräver att bolag har kontroll över kunddata och personuppgifter – samt att bolag ser stora affärsmässiga vinster med att börja använda sig av CRM-system. Den tredje faktorn är utfasningen av gamla licensbaserade system.

### En blå ocean

I dagsläget har mindre än 50% av alla små och medelstora bolag något CRM-system installerat. Av den installerade basen är dessutom en relativt stor del äldre on-premise-baserade system (system där kunden betalar i förskott för en licens). Vi bedömer att denna installerade bas under de kommande åren kommer att ersättas av SaaS-lösningar. Vidare bedömer vi att de regulatoriska drivkrafterna som beskrivs ovan kommer att bidra till att användandet av CRM-system ökar, då bolag nu riskerar böter om kunddata eller personuppgifter inte hanteras enligt lagen.

### En attraktiv affärsmodell med starka nyckeltal

Upsales säljer sin mjukvara direkt genom en SaaS-lösning. SaaS, Software as a Service, innebär att mjukvaran säljs genom abonnemang. Vi ser detta som en mycket attraktiv affärsmodell då den genererar återkommande intäkter och höga bruttomarginaler. Vidare ser vi att Upsales historiskt har visat starka SaaS-relaterade nyckeltal i form av en hög andel återkommande intäkter av totala intäkter (Totala intäkter/ARR) och låg churn-rate (Upsales hade 2018 en churn under 10%), vilket får ses som starkt för ett mjukvarubolag med inriktning mot SME:s. Generellt anses en churn på 5–10% som starkt för denna typ av bolag. Vi bedömer att de senaste kvartalets vikande försäljning går att förklara med en låg försäljning snarare än ökad churn. Vidare anser vi att Upsales har goda möjligheter att växa på sin befintliga kundbas. Bolaget bedömer att potentiell ARR för denna är 500 mkr vs dagens ARR om 136 mkr.

## Värdering

Historiskt har Upsales värderats på en premie, givet den höga graden värdeskapande i bolaget (definierat av oss som omsättningsstillväxt + EBITDA-marginal). I dagsläget värderas man dock något under vad bolagets värdeskapande indikerar. Givet att bolaget lyckas vända tillväxttrenden, anser vi att aktien bör röra sig mot övre delen av vårt värderingsintervall om 36-44 kr (41-48).

## Kvartalet i korthet

ARR efter kvartalets utgång uppgick till 137,5 mkr vilket motsvarar en tillväxt om -2,8% y/y och 1,2% q/q. Bolaget bröt med denna rapport en trend om minskade ARR som varit i fem kvartal. Vi bedömer att man kommer fortsätta växa ARR kommande kvartal, delvis på grund av de lanseringar som skett under året som t.ex. Upsales Customer Support men, även p.ga. de rekryteringar som sker inom sälj och utveckling. Omsättningen i kvartalet uppgick till 35,4 mkr vilket motsvarar en minskning om 3,7% y/y. Minskningen är hänförlig till att ARR sjönk y/y.

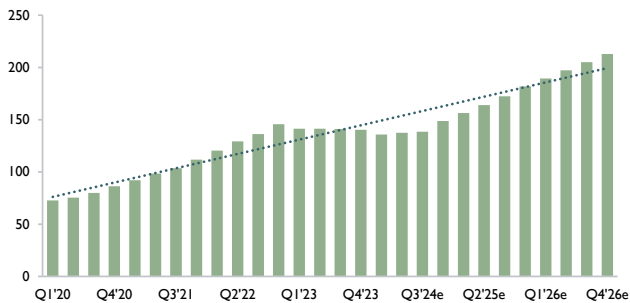
## Estimatförändringar

Trots att vi bedömer att en botten är nådd i ARR-utveckling så sänker vi våra estimat för totala intäkter med i snitt 5,2% under prognosperioden. Vi bedömer att accelerationen i tillväxt kommer att starta i Q4'24 givet de rekryteringar och initiativ som tagits.

Givet förändringarna i intäktsestimaten sänker vi EBITDA-estimaten med 6,7 mkr på innevarande år, 6 mkr 2025 och 7,1 mkr under 2026. Vi bedömer att en marginalexpansion kommer ske i samband med att ARR-tillväxten accelererar.

### Fortsatt utmanande ARR-utveckling...

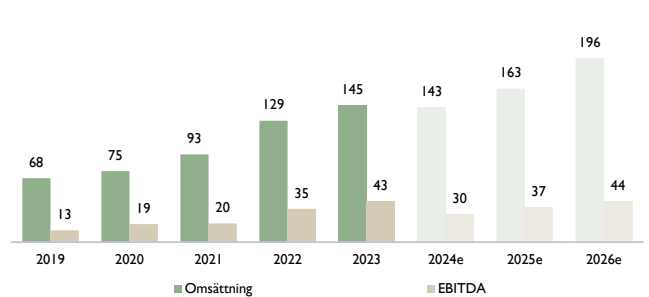
ARR (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

### ...men vi bedömer vändningen vara nära

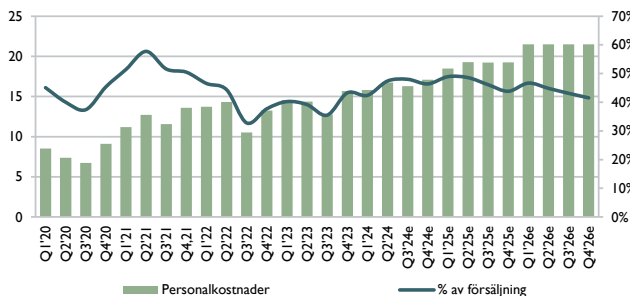
Försäljning och EBITDA (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

### Tillväxten drivs av en utökad säljkår...

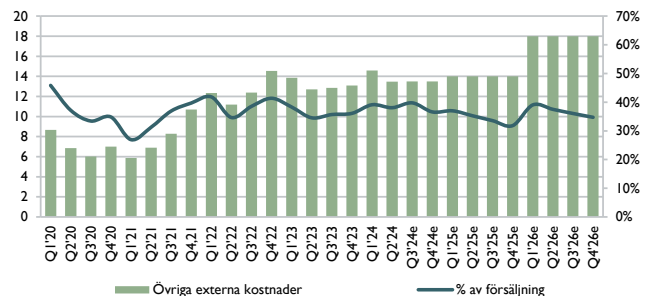
Personalkostnader (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

### ...samtidigt som bolaget visar god övrig kostnadskontroll

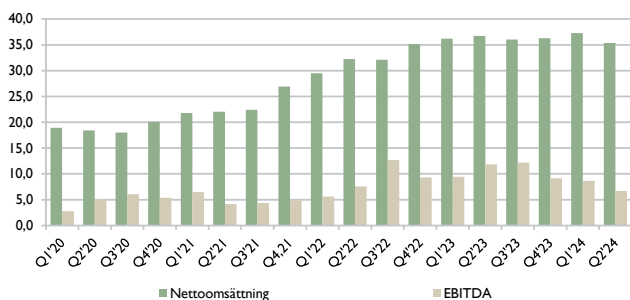
Övriga externa kostnader (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

### Stabil lönsamhet trots vikande tillväxt

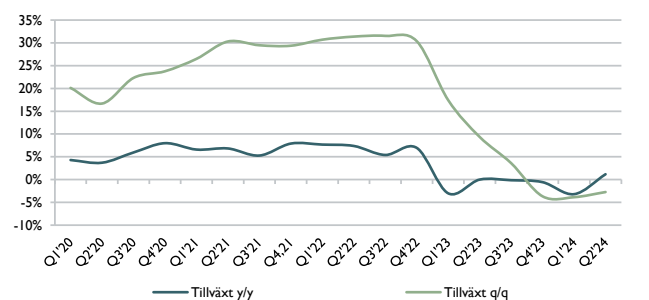
Kvartalsvis försäljning och EBITDA (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

### Vi bedömer botten i tillväxt vara nådd

Tillväxt ARR y/y och q/q



Källa: Penser by Carnegie

# Värdering

## DCF

Värdering	WACC-antaganden	Antaganden terminalvärde
Nuvärdet av fria kassaflöden	218	Risikfri ränta 2,5% Långsiktig tillväxt 3,0%
Nuvärdet av terminalvärde	329	Risikpremium 5,5% Långsiktig EBIT-marginal 30,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>546</b>	Småbolagspremium 4,0% Avskrivningar, % av omsättning 3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-34	Justering -0,5% Capex, % av omsättning 1,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC 11,5%</b> Rörelsekapital, % av omsättning 1,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>580</b>	Skattesats 20,6%
Antal utstående aktier, full utspädning	17	Terminalvärde, % av EV 60,2%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>35</b>	

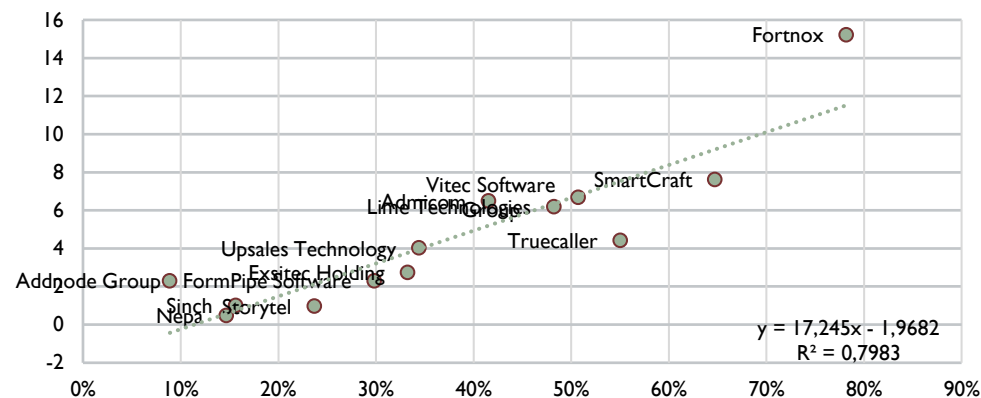
## Känslighetsanalys

	Långsiktig tillväxt						Långsiktig EBIT-marginal				
	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%		25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
11,0%	34	36	38	40	42	11,0%	33	35	38	40	42
11,5%	32	33	35	37	39	11,5%	31	33	35	37	39
<b>WACC 12,0%</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>36</b>	<b>WACC 12,0%</b>	<b>29</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>34</b>	<b>36</b>
12,5%	28	29	30	32	33	12,5%	27	29	30	32	34
13,0%	26	27	28	30	31	13,0%	25	27	28	30	32

Källa: Penser Access by Carnegie

## Värdeskapande

### Värdeskapande EV/sales 2025



Källa: Name of source

## Referensgrupp

Valuation	MCAP (SEK)	EV (SEK)	EV / Sales			EV / EBITDA			EV / EBIT			Price / Earnings		
			LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025	LTM	2024	2025
Fortnox	38 975	38 607	23,51x	18,38x	14,69x	47,9x	35,1x	27,3x	59,8x	42,5x	33,6x	68,4x	54,6x	42,6x
Sinch	21 911	30 745	1,07x	1,03x	0,97x	10,7x	8,3x	7,2x	61,4x	33,6x	20,0x	539,2x	8,2x	6,8x
Vitec Software Group	18 955	20 629	7,16x	6,81x	6,27x	17,9x	16,8x	15,5x	31,7x	30,1x	27,1x	54,4x	36,8x	32,6x
Addnode Group	14 610	15 481	2,09x	1,85x	1,75x	22,5x	16,3x	14,7x	36,5x	25,2x	21,5x	51,9x	25,1x	22,0x
BYGGFAKTA GROUP	11 327	14 164	5,54x	4,92x	4,53x	18,9x	14,4x	12,7x	53,2x	31,4x	22,5x	133,1x	35,1x	25,1x
Truecaller	12 627	10 326	5,97x	5,43x	4,31x	14,7x	14,6x	10,7x	15,8x	15,7x	11,6x	22,7x	22,2x	16,4x
Lime Technologies	4 490	4 629	8,02x	6,57x	5,78x	25,6x	21,9x	19,0x	40,4x	32,5x	27,3x	53,8x	39,4x	33,0x
SmartCraft	4 449	4 273	10,75x	9,28x	8,07x	26,1x	21,6x	18,3x	33,4x	28,1x	23,2x	--	35,4x	29,8x
Storytel	4 066	4 225	1,21x	1,11x	1,00x	--	9,6x	7,1x	--	27,5x	13,7x	--	32,8x	16,1x
Adnicom	2 495	2 481	6,35x	5,97x	5,56x	16,0x	17,6x	15,9x	21,8x	21,0x	18,6x	30,5x	23,5x	20,9x
Exsitec Holding	2 238	2 403	3,15x	2,82x	2,52x	15,3x	14,1x	12,1x	22,2x	19,2x	16,1x	30,8x	23,5x	19,5x
FormPipe Software	1 578	1 576	3,00x	2,83x	2,55x	13,7x	11,5x	9,1x	31,3x	21,8x	14,6x	42,7x	26,2x	17,7x
Nepa	220	182	0,62x	0,61x	0,55x	--	4,9x	3,7x	--	8,0x	5,6x	(15,3x)	11,2x	8,2x
Upsales Technology	662	609	4,19x	3,71x	3,17x	14,4x	14,2x	13,2x	17,9x	19,6x	17,9x	24,0x	26,2x	24,6x
			<b>5,90x</b>	<b>5,09x</b>	<b>4,41x</b>	<b>20,3x</b>	<b>15,8x</b>	<b>13,3x</b>	<b>35,4x</b>	<b>25,5x</b>	<b>19,5x</b>	<b>86,4x</b>	<b>28,6x</b>	<b>22,5x</b>
			<b>4,87x</b>	<b>4,32x</b>	<b>3,74x</b>	<b>17,0x</b>	<b>14,5x</b>	<b>13,0x</b>	<b>32,5x</b>	<b>26,4x</b>	<b>19,3x</b>	<b>47,3x</b>	<b>26,2x</b>	<b>21,4x</b>

Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

Resultaträkning									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Nettoomsättning</b>	57	68	75	93	129	145	143	163	196
Övriga rörelseintäkter	4	4	4	8	11	7	7	6	6
<b>Totala intäkter</b>	<b>61</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>101</b>	<b>140</b>	<b>153</b>	<b>151</b>	<b>169</b>	<b>202</b>
Övriga rörelsekostnader	-50	-60	-61	-81	-105	-110	-121	-132	-158
<b>EBITDA</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>44</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>44</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>30</b>	<b>37</b>	<b>44</b>
Avskrivningar immateriella tillgångar	-8	-9	-9	-7	-7	-8	-10	-12	-12
<b>EBIT</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>32</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>32</b>
Finansnetto	-1	0	0	0	0	1	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>32</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>32</b>
Total skatt	-1	-1	-3	-3	-6	-7	-4	-5	-7
<b>Nettoresultat</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>28</b>	<b>15</b>	<b>20</b>	<b>25</b>
Omsättningstillväxt	Neg.	19%	10%	27%	39%	9%	-1%	12%	19%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBIT-marginal, justerad	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	23,6%	13,6%	15,3%	16,2%
EPS, justerad	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,66	0,93	1,19	1,50
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	135%	43%	135%	23%	-44%	28%	26%

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

Kassaflödesanalys									
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EBIT	2	4	9	13	28	34	19	25	32
Övriga kassaflödesposter	7	9	9	7	5	1	6	7	5
Förändringar i rörelsekapital	-3	0	5	21	1	-3	1	-2	-6
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>40</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>29</b>	<b>31</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-4	0	0	-8	-4	-8	-5	-5	-5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-6	-5	-3	-8	-3	-7	-6	-6
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>19</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>22</b>	<b>14</b>	<b>18</b>	<b>20</b>
Nyemission / återköp	0	27	0	2	9	0	0	0	0
Förändring av skulder	0	-25	0	0	0	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	-34	-34	-25	-25	-25
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-24</b>	<b>-34</b>	<b>-25</b>	<b>-25</b>	<b>-25</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>19</b>	<b>31</b>	<b>-2</b>	<b>-12</b>	<b>-11</b>	<b>-7</b>	<b>-5</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>16</b>	<b>-17</b>	<b>-35</b>	<b>-66</b>	<b>-64</b>	<b>-53</b>	<b>-42</b>	<b>-35</b>	<b>-30</b>

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

## Balansräkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>TILLGÅNGAR</b>									
Övriga immateriella tillgångar	16	16	15	17	19	21	23	22	21
Finansiella anläggningstillgångar	2	1	0	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	8	6	2	5	7	7	12	17	22
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>28</b>	<b>35</b>	<b>39</b>	<b>43</b>
Kundfordringar	17	20	19	22	27	26	29	31	35
Övriga omsättningstillgångar	3	4	3	5	7	9	9	9	9
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	17	35	66	64	53	42	35	30
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>57</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>88</b>	<b>79</b>	<b>75</b>	<b>74</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>74</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>116</b>	<b>114</b>	<b>114</b>	<b>117</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>									
Eget kapital	-9	20	27	39	37	30	21	15	15
<b>Summa eget kapital</b>	<b>-9</b>	<b>20</b>	<b>27</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>30</b>	<b>21</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
Långfristiga räntebärande skulder	9	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Summa långfristiga skulder</b>	<b>9</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kortfristiga räntebärande skulder	16	0	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4	4	2	11	4	4	11	16	20
Övriga kortfristiga skulder	36	39	45	66	84	82	82	82	82
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>55</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>86</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>102</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>74</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>116</b>	<b>114</b>	<b>114</b>	<b>117</b>

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Intäkstillväxt	Neg.	19%	10%	27%	39%	9%	-1%	12%	19%
EBITDA-tillväxt, justerad	Neg.	19%	45%	8%	79%	20%	-30%	23%	19%
EBIT-tillväxt, justerad	Neg.	54%	149%	37%	126%	21%	-43%	28%	28%
EPS-tillväxt, justerad	N.m.	N.m.	135%	43%	135%	23%	-44%	28%	26%
Bruttomarginal	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.	N.m.
EBITDA-marginal	18,7%	18,6%	24,3%	21,3%	27,6%	29,3%	20,9%	22,6%	22,4%
EBITDA-marginal, justerad	18,7%	18,6%	24,3%	21,3%	27,6%	29,3%	20,9%	22,6%	22,4%
EBIT-marginal	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	23,6%	13,6%	15,3%	16,2%
EBIT-marginal, justerad	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	23,6%	13,6%	15,3%	16,2%
Vinst-marginal, justerad	0,0%	4,0%	8,8%	10,2%	17,4%	19,0%	10,8%	12,1%	12,8%

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
ROE, justerad	Neg.	48%	28%	29%	59%	82%	61%	>100%	>100%
ROCE, justerad	Neg.	20%	39%	38%	76%	>100%	77%	>100%	>100%
ROIC, justerad	Neg.	67%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Kundfordringar / totala intäkter	29%	28%	24%	22%	19%	17%	19%	18%	17%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	71%	77%	95%	84%	78%	77%	74%	64%
Rörelsekapital / totala intäkter	-31%	-26%	-32%	-49%	-38%	-33%	-37%	-35%	-29%
Kapitalomsättningshastighet	3,8x	3,6x	2,9x	2,6x	3,8x	5,0x	7,3x	11,0x	13,0x

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Nettoskuld	16	-17	-35	-66	-64	-53	-42	-35	-30
Soliditet	-16%	32%	37%	33%	29%	26%	18%	14%	13%
Nettoskulsättningsgrad	-1,8x	-0,8x	-1,3x	-1,7x	-1,8x	-1,7x	-2,0x	-2,3x	-1,9x
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	-1,3x	-1,9x	-3,3x	-1,8x	-1,2x	-1,4x	-0,9x	-0,7x

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
EPS	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,66	0,93	1,19	1,50
EPS, justerad	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,66	0,93	1,19	1,50
FCF per aktie	0,13	0,39	1,13	1,74	1,34	1,33	0,84	1,10	1,21
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	2,00	2,00	1,50	1,50	1,50	1,50
Eget kapital per aktie	-0,58	1,22	1,63	2,33	2,21	1,82	1,24	0,93	0,93
Antal aktier vid årets slut, m	15,3	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6
Antal aktier efter utspädning, snitt	15,3	16,0	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6	16,6

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

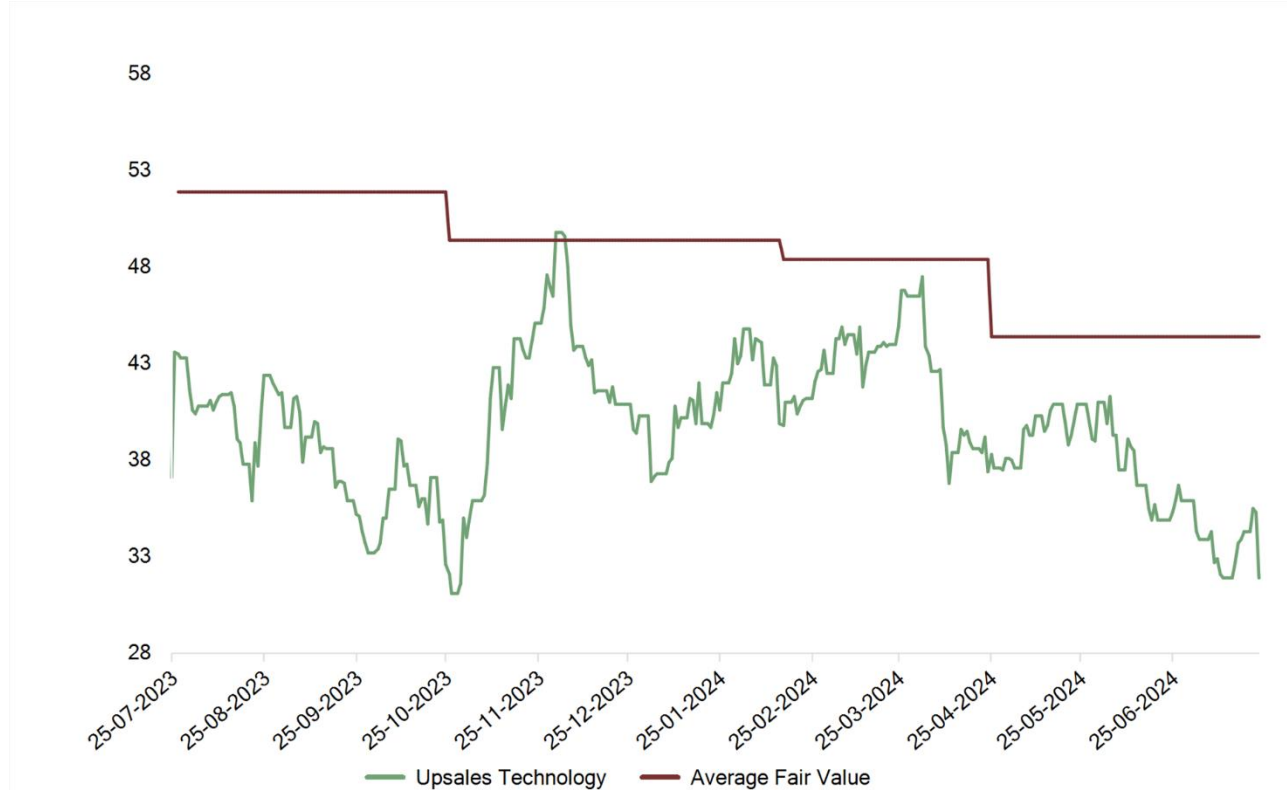
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e
P/E, justerad	100x	100x	100x	100x	53,5x	24,4x	34,5x	26,9x	21,3x
P/EK	Neg.	24,2x	36,4x	32,3x	32,6x	22,2x	25,8x	34,5x	34,4x
P/FCF	100x	75,7x	52,7x	43,2x	53,7x	30,4x	37,9x	29,0x	26,6x
FCF-yield	0%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	4%
Direktavkastning	0,0%	0,0%	0,0%	2,7%	2,8%	3,7%	4,7%	4,7%	4,7%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	>100%	>100%	90,6%	>100%	>100%	99,7%
EV/Sales	Neg.	6,6x	12,0x	11,8x	8,1x	4,1x	3,5x	3,1x	2,5x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	37,6x	52,0x	59,7x	31,8x	14,5x	16,7x	13,5x	11,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	100x	100x	93,8x	39,8x	18,0x	25,6x	20,0x	15,7x
EV	Neg.	476	952	1 184	1 133	619	499	499	499
Aktiekurs	32,0	29,6	59,4	75,2	72,0	40,4	32,0	32,0	32,0

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Upsales Technology (UPSALE SS EQUITY)



Källa: Penser by Carnegie, IDC



# Disclaimer

## Carnegie Investment Bank AB

Carnegie Investment Bank AB (publ.) är en ledande investmentbank med nordiskt fokus. Företagen i Carnegiegruppen, tillsammans "Carnegie", adderar värde för institutioner, bolag och privatkunder inom områdena aktiehandel, investment banking och private banking. Carnegie har cirka 600 anställda, med kontor i sex länder.

## Penser by Carnegie

I november 2023 förvärvade Carnegie affärsområdet för uppdragsanalys från Erik Penser Bank AB. Detta innefattade den verksamhet under vilken Erik Penser Bank AB t ex har publicerat analytjänsterna Penser Access och Penser Future. Denna verksamhet fortsätter att drivas hos Carnegie under varumärket Penser by Carnegie.

## Värdering, metodologi och antaganden

### Penser Access by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Access by Carnegie inkluderar analytikerns bedömning av ett motiverat värdeintervall på publiceringsdagen, baserat på olika värderingsmetoder. En ofta förekommande metod är diskonterat kassaflöde, där framtida kassaflöden diskonteras till ett nuvärde. Analytikerna kan även använda sig av andra värderingsmetoder, t ex P/E-tal eller EV/EBIT-multiplar, relativt jämförbara bolag för att få fram ett motiverat värde. För bolag där så är lämpligt, kan ett motiverat värdeintervall också baseras på analytikerns bedömning av en rimlig del av företagets substansvärde. Värdeintervallet representerar analytikerns bedömning vid skrivandet av analysen. För mer information om värderingsmodeller, klicka [här](#).

### Penser Future by Carnegie

Uppdragsanalys under Penser Future by Carnegie innehåller inget motiverat värdeintervall, i stället utgår analytikern från fyra olika områden för att bedöma bolaget och belysa de styrkor och svagheter som observerats. De fyra områdena bedöms utifrån följande kriterier - Potential, Risk, Finansiell ställning samt Historik & meriter. Skalan sträcker sig från 1–5 där siffran 5 innebär hög poäng inom respektive område. Exempelvis innebär betyg: 5 på Potential att vi ser stor potential i verksamheten medan betyg: 5 för Risk innebär att vi bedömer risken som hög.

## Uppdateringsfrekvens

Penser by Carnegies aktieanalys består av case-baserad analys, vilket medför att frekvensen av analysrapporter kan variera över tid. Om inte annat uttryckligen sägs i rapporten, uppdateras analysen kvartalsvis eller då det anses nödvändigt av analysavdelningen, t ex i händelse av signifikanta förändringar i marknadsbetingelser, eller vid händelser relaterade till emittenten/det finansiella instrumentet.

## Analytiker intyganden

Analytikern, eller analytikerna, ansvarig(a) för innehållet i denna uppdragsanalys intyggar, oavsett förekomsten av några potentiella intressekonflikter som hänvisas till här, att åsikterna som uttrycks i denna uppdragsanalys korrekt återspeglar analytikerns personliga åsikter om bolaget och instrumenten som omfattas. Vidare intygas att analytikern inte har fått, får eller kommer att få direkt eller indirekt ersättning relaterat till specifika rekommendationer eller åsikter i denna uppdragsanalys.

## Potentiella intressekonflikter

Carnegie, eller dess dotterbolag, kan från tid till annan utföra investment banking-tjänster för, eller söka investment banking-tjänster eller annan verksamhet från, något bolag nämnt i denna rapport. Varje sådan offentligt tillkännagiven affär, under de senaste 12 månaderna, kommer att hänvisas till i denna uppdragsanalys. Ett regelverk för hantering av intressekonflikter är implementerat i Carnegie. Investment Banking och andra affärsavdelningar i bolaget är omgivna av informationsbarriärer för att begränsa flödet av känslig information. Personer utanför sådana barriärer kan få tillgång till känslig information endast efter att ha iakttagit tillämpliga förfaranden. Ersättningen till personer som är involverade i att förbereda denna uppdragsanalys är inte knuten till investment banking-transaktioner som utförs av bolaget eller en juridisk person inom samma grupp.

Konfidentiell och icke-publik information rörande Carnegie och dess kunder, affärsaktiviteter och andra omständigheter som kan påverka en tillgångs marknadsvärde ("känslig information") hålls strikt konfidentiell och får aldrig användas på ett otillbörligt sätt.

Interna riktlinjer är implementerade för att säkerställa analytikernas integritet och oberoende. I enlighet med riktlinjerna är analysavdelningen separerad från Investment Banking-avdelningen och det finns inga rapporteringslinjer mellan analysavdelningen och Investment Banking-avdelningen. Riktlinjerna innehåller också regler, som gäller, men inte är begränsade till, följande frågor; kontakter med bolag under täckning, förbud mot att erbjuda gynnsamma rekommendationer, personligt engagemang i bolag under täckning, deltagande i investment banking-aktiviteter, övervakning och granskning av analysrapporter, analytikerns rapporteringslinjer och analytikerns ersättning.

## Andra väsentliga intressekonflikter

Denna rapport har beställts och betalats av emittenten ("issuer-paid research")

## Distributionsbegränsningar

Denna uppdragsanalys tar inte hänsyn till de specifika investeringsmålen, den finansiella situationen eller de särskilda behoven hos någon specifik person som kan komma att ta emot den. Investerare bör söka finansiell rådgivning om lämpligheten att investera i värdepapper som diskuteras i denna uppdragsanalys och bör förstå att uttalanden om framtida utsikter kanske inte förverkligas. Tidigare resultat är inte nödvändigtvis en vägledning för framtida resultat. Carnegie och dess dotterbolag tar inget ansvar för någon direkt skada eller följdskada, inklusive, utan begränsning, någon förlust som uppstår på grund av användningen av denna uppdragsanalys eller dess innehåll. Denna uppdragsanalys får inte reproduceras, distribueras eller publiceras av någon mottagare för något syfte. Dokumentet får inte distribueras till personer som är medborgare i eller bosatta i något land där sådan distribution är förbjuden enligt tillämpliga lagar eller andra föreskrifter.

Denna uppdragsanalys distribueras i Sverige av Carnegie Investment Bank AB. Carnegie Investment Bank AB är en bank med säte i Sverige, med begränsat ansvar, auktoriserad och reglerad av Finansinspektionen. I Finland utges denna uppdragsanalys av Carnegie Investment Bank AB, finska filialen. Den finska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av finska finansinspektionen (Finanssivalvonta). I Norge ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie AS, ett helägt dotterbolag till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie AS regleras av den norska finansinspektionen (Finanstilsynet). I Danmark ges den här uppdragsanalysen ut av Carnegie Investment Branch, danska filialen. Den danska filialen är auktoriserad av den svenska finansinspektionen (Finansinspektionen) och omfattas av begränsad reglering av den danska finansinspektionen (Finanstilsynet).

Denna uppdragsanalys distribueras i USA av Carnegie Inc., en USA-registrerad broker-dealer och medlem av FINRA och SIPC. Carnegies analytiker utanför USA är anställda av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie Inc ("non-US affiliates") som inte omfattas av FINRA-föreskrifter. Generellt sett är Carnegies analytiker inte registrerade eller kvalificerade som analytiker hos FINRA och är därför inte föremål för de begränsningar som FINRAs regel 2241 är avsedda att förhindra vad gäller intressekonflikter, genom att bland annat förbjuda viss typ av ersättning, begränsa analytikerns handel och begränsa kommunikation med företagen som är föremål för analysrapporten.

Analysrapporter som distribueras i USA är avsedda endast för större amerikanska institutionella investerare och amerikanska institutionella investerare som definieras enligt regel 15a-6 i Securities Exchange Act of 1934. Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja eller en uppmaning att köpa några värdepapper.

Rapporter relaterade till aktieinstrument är utarbetade av icke-amerikanska associerade bolag till Carnegie och distribueras i USA av Carnegie Inc. enligt regel 15a-6(a)(3). När rapporten distribueras av Carnegie Inc, tar Carnegie Inc ansvaret för uppdragsanalysen.

Personer i USA som vill genomföra transaktioner baserade på denna uppdragsanalys bör kontakta Carnegie Inc. Investerare i USA bör vara medvetna om att investeringar i icke-amerikanska värdepapper innebär vissa risker. Värdepappren från icke-amerikanska emittenter är inte alltid registrerade hos, eller omfattas av, de nuvarande informationsrapporterings- och revisionsstandarderna hos US Securities and Exchange Commission

Denna uppdragsanalys har utfärdats i Storbritannien av Carnegie UK, som är den engelska filialen till Carnegie Investment Bank AB. Carnegie UK är auktoriserad och reglerad av Financial Conduct Authority (FCA)

### **Analysdisclaimer**

Denna uppdragsanalys tillhandahålls endast för informationsändamål och får under inga omständigheter användas eller betraktas som ett erbjudande att sälja, eller en uppmaning att köpa eller sälja, något relevant finansiellt instrument. Denna uppdragsanalys har beställts och betalats av emittenten och bör därför betraktas som en marknadsföringskommunikation (dvs inte investeringsrekommendation). Betalning för rapporten har avtalats i förväg på en icke-återbetalningsbar basis. Som uppdragsanalys kan detta material betraktas som en acceptabel mindre icke-monetär förmån enligt MiFID II. Det har inte utarbetats i enlighet med de rättsliga krav som är utformade för att främja oberoende investeringsanalys. Det är dock fortfarande föremål för ett förbud mot handel före spridningen av rapporten.

Carnegie Investment Bank AB är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Sverige, Finland, Danmark och Storbritannien. Carnegie AS är ansvarigt för framställandet av denna uppdragsanalys i Norge. Carnegie Inc. är ansvarigt för denna uppdragsanalys i USA.

Informationen i denna uppdragsanalys hämtades från olika källor. Medan all rimlig omsorg har tagits för att säkerställa att informationen är sann och inte vilseledande, ger Carnegie ingen representation eller garanti, uttrycklig eller underförstådd, om dess korrekthet eller fullständighet. Carnegie, dess dotterbolag eller någon av deras ledande befattningshavare, anställda eller styrelsemedlemmar kan ha ett innehav i, eller på annat sätt vara intresserade av transaktioner i, värdepapper som direkt eller indirekt är föremål för uppdragsanalys. Alla betydande finansiella intressen som innehas av analytikern, Carnegie eller en juridisk person i samma grupp i förhållande till emittenten kommer att hänvisas till i Företagsspecifika upplysningar härunder samt Intressekonflikter på rapportens förstasida.

### **Företagsspecifika upplysningar**

Delar av denna uppdragsanalys kan ha lämnats till emittenten före dess publicering

Copyright © 2024 Carnegie

---

Carnegie Investment Bank AB  
Regeringsgatan 56  
SE-103 38 Stockholm  
Tel +46 8 676 88 00 Fax +46 8 676 88 95