



Penser Access by Carnegie

Mjukvara | Sverige | 24 oktober 2024

Upsales Technology

Starkt EBITDA resultat i kvartalet

Fortsatt avslagen tillväxt

Omsättningen i kvartalet uppgick till 35,7 mkr vilket motsvarar en minskning om 0,9% y/y. Omsättningen är driven av att bolagets ARR (Annual Recurring Revenue) vid kvartalets utgång uppgick till 138,4 mkr, en minskning med 2% y/y, men en marginell ökning q/q. Bolaget bedömer att ARR nu har stabiliserats som en följd av en normalisering av churn. EBITDA i kvartalet uppgick till 11 mkr vilket motsvarar en marginal om 30,8%. Siffran var 4,8 mkr högre än vad som implicit krävs för vårt helårsestimat 2024. Då omsättningen endast var 1,7 mkr högre än vad som implicit krävdes för att nå vårt helårsestimat 2024 går avvikelserna att förklaras med en stark kostnadskontroll, främst för personalkostnader. Sammanfattningsvis bedömer vi att rapporten visar att bolaget successivt återgår till tillväxt.

Vi bedömer att satsningar som har gjorts kommer att bära frukt under prognosperioden

Givet de rekryteringar som skett och den normalisering bolaget har sett i churn bedömer vi att man successivt kommer återgå till tillväxt under prognosperioden. Baserat på detta lämnar vi våra intäktsestimat för prognosperioden oförändrade. Givet den starka kostnadskontrollen i kvartalet, vilket ledde till det starka EBITDA-resultatet, höjer vi vårt EBITDA-estimat för innevarande år med 5,4 mkr. För perioden 2025e-2026e höjer vi våra EBITDA-estimat med i snitt 4,6 mkr för att reflektera den starka kostnadskontrollen.

Marginell förändring av motiverat värde

Som en följd av den starka lönsamheten i kvartalet samt att vi bedömer att de stundande lanseringarna av nya AI-funktioner i Q4'24/Q1'25 kommer kunna driva tillväxten under 2025e–2026e gör vi en justering av vårt motiverade värde till 38–46 kr.(36–44). Vi anser att den främsta triggern för aktien framöver är en fortsatt återgång till ARR-tillväxt q/q.

| Estimatändring | | | | Prognos (mkr) | | | | Värde och risk | | | |
|----------------------------|------------------|-------|-------|---------------------|--------|-------|--------|-----------------|------------------------------|-------|----|
| | 24e | 25e | 26e | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e | Motiverat värde | 38,0 - 46,0 kr | | |
| Totala intäkter | 0,7% | -0,3% | -0,8% | 153 | 152 | 169 | 200 | Aktiekurs | 35,0 kr | | |
| EBITDA, just. | 17,6% | 15,1% | 8,0% | Tillväxt | 9% | 0% | 11% | 19% | Riskenivå | Medel | |
| EPS, just. | 31,5% | 23,2% | 11,2% | EBITDA, just. | 43 | 35 | 42 | 47 | Kursutveckling 12 mån | | |
| Kommande händelser | | | | EBIT, just. | 34 | 26 | 30 | 35 | | | |
| Q4 - rapport | 19 februari 2025 | | | EPS, just. | 1,7 | 1,2 | 1,5 | 1,7 | | | |
| Q1 - rapport | 23 april 2025 | | | EPS-tillväxt, just. | 19% | -26% | 20% | 14% | | | |
| Bolagsfakta (mkr) | | | | EK/aktie | 1,8 | 1,5 | 1,5 | 1,7 | | | |
| Antal aktier | 17m | | | Utdelning per aktie | 1,5 | 1,5 | 1,5 | 1,5 | | | |
| Börsvärde | 578 | | | EBIT-marginal | 23,6% | 17,6% | 18,8% | 18,2% | | | |
| Nettoskuld | -30 | | | ROE, just. | 82,3% | 72,3% | 96,5% | 106,0% | | | |
| EV | 549 | | | ROCE, just. | 102,5% | 91,6% | 121,5% | 134,5% | | | |
| Free float | 56% | | | EV/Sales | 4,4x | 3,8x | 3,4x | 2,8x | | | |
| Daglig handelsvolym, snitt | 2k | | | EV/EBITDA | 15,1x | 15,6x | 12,9x | 11,7x | | | |
| Bloomberg Ticker | UPSAL SS EQUITY | | | EV/EBIT | 18,7x | 21,5x | 18,0x | 15,7x | Intressekonflikter | | |
| Analytiker | | | | P/E, just. | 24,4x | 28,7x | 23,9x | 20,9x | | Yes | No |
| Rikard Engberg | | | | P/EK | 22,2x | 22,7x | 23,4x | 21,0x | Likviditetsgarant | ✓ | |
| rikard.engberg@carnegie.se | | | | Direktavkastning | 3,7% | 4,3% | 4,3% | 4,3% | Certified adviser | ✓ | |
| | | | | FCF yield | 3% | 3% | 4% | 4% | Transaktioner 12m | | ✓ |
| | | | | Nettoskuld/EBITDA | -1,2x | -1,3x | -1,0x | -0,8x | | | |

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 dessa ger en hög utveckling i försäljningstakt. 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 bolagets senast rapporterade ARR om 138,4 mkr. Vi anser 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 tror 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 SM-segmentet. Generellt anses en churn på 5–10% som starkt för denna typ av bolag. Vi bedömer att de senaste kvartalets vikande försäljning beror på sämre nykundsförsäljning och inte kundbortfall.

Värdering

Historiskt har Upsales värderats på en premie, givet den höga graden värdeskapande i bolaget (definierat av oss som omsättningstillväxt + EBITDA-marginal). I dagsläget värderas dock Upsales 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 38–46 kr (36–44).

Kvartalet i korthet

Bolaget har under kvartalet fortsatt sin produktutveckling och kommer under Q4'24 eller i Q1'25 lansera ett antal AI-funktioner för sin mjukvara. Vi bedömer att dessa kan leda till en fortsatt tillväxt på befintliga kunder samt en accelerering i tillväxten. Bolaget bedömer att potentialen i försäljning på befintliga kunder är en ARR på 500 mkr, att jämföra med nuvarande ARR om 138,4 mkr. Vi bedömer därför att denna stundade lansering samt de rekryteringar vi sett i säljkåren kan komma att vara den viktigaste drivkraften för att våra estimat ska nås under 2025e-2026e.

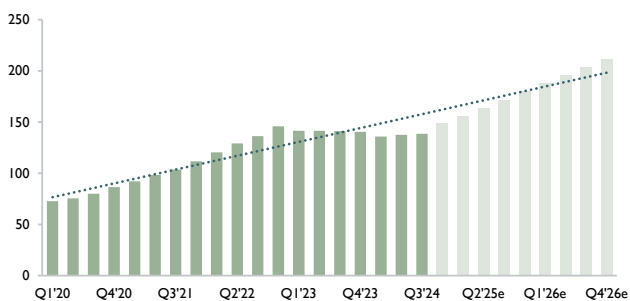
Estimatförändringar

Vi gör endast marginella förändringar av våra intäkts- och ARR-estimat under prognosperioden. Vi bedömer att en normalisering av churn, utökad säljkår och nya lanseringar kommer driva försäljningen framöver.

Givet den starka kostnadskontrollen i Q3'-rapporten så höjer vi våra EBITDA-estimat med 5.4 mkr. För perioden 2025e-2026e höjer vi dessa estimat med i snitt 4,6 mkr. Vi anser dock att den främsta drivkraften för aktien kommer vara en återgång till tillväxt snarare än fortsatt stark lönsamhet

Fortsatt utmanande ARR-utveckling...

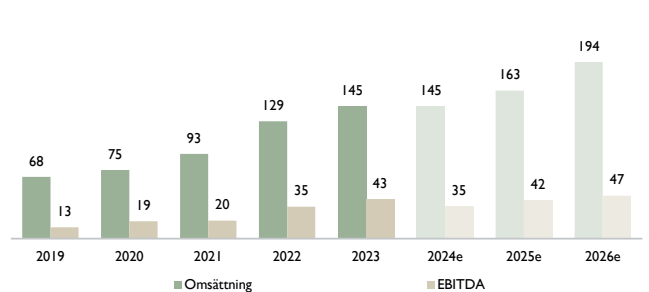
ARR (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

...men vi bedömer vändningen vara nära

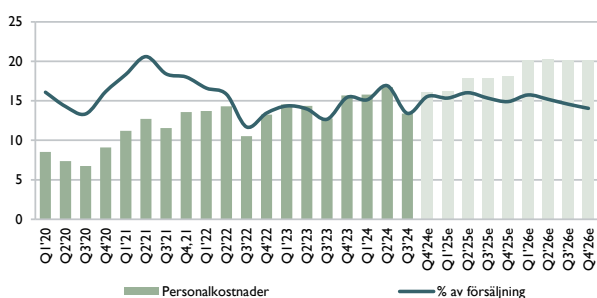
Försäljning och EBITDA (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

Tillväxten drivs i våra estimat av en utökad säljkår...

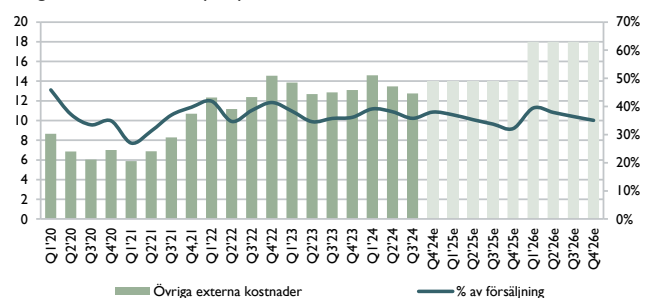
Personalkostnader (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

...samtidigt som bolaget visar god övrig kostnadskontroll

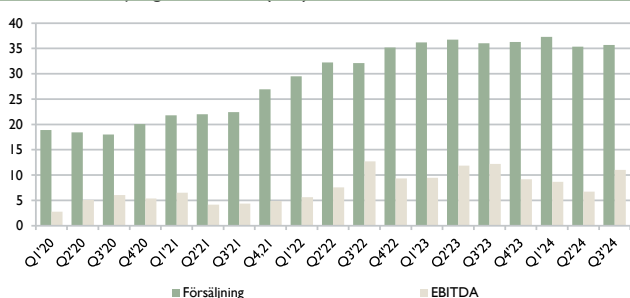
Övriga externa kostnader (mkr)



Källa: Penser by Carnegie

Stabil lönsamhet trots vikande tillväxt

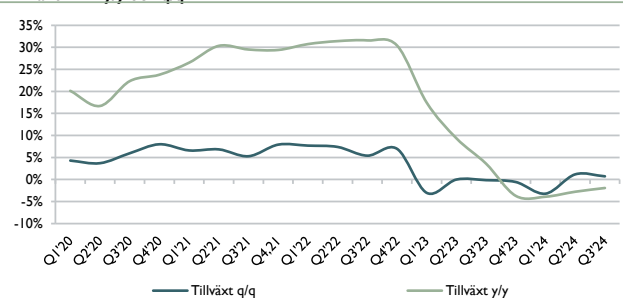
Kvartalsvis försäljning och EBITDA (mkr)



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 | 231 | Risikfri ränta 2,5% Långsiktig tillväxt 3,0% |
| Nuvärdet av terminalvärde | 327 | Risikpremium 5,5% Långsiktig EBIT-marginal 35,0% |
| Företagsvärde (EV) | 558 | Småbolagspremium 4,0% Avskrivningar, % av omsättning 3,0% |
| Nettoskuld, senast rapporterad | -30 | Justering 0,0% Capex, % av omsättning 1,0% |
| Minoritetsintressen och övrigt | 0 | WACC 12,0% Rörelsekapital, % av omsättning 1,0% |
| Eget kapital | 588 | Skattesats 20,6% |
| Antal utstående aktier, full utspädning | 17 | Terminalvärde, % av EV 58,5% |
| Eget kapital per aktie | 35 | |

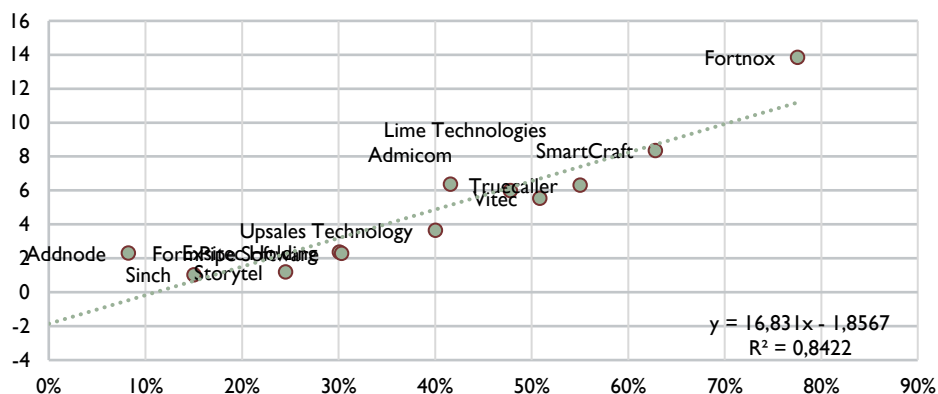
Känslighetsanalys

| | 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% | 37 | 39 | 41 | 43 | 45 | 10,5% | 34 | 37 | 39 | 42 | 44 |
| 11,5% | 35 | 36 | 38 | 40 | 42 | 11,0% | 32 | 34 | 36 | 39 | 41 |
| WACC 12,0% | 33 | 34 | 35 | 37 | 39 | WACC 11,5% | 30 | 32 | 34 | 36 | 38 |
| 12,5% | 31 | 32 | 33 | 34 | 36 | 12,0% | 28 | 30 | 32 | 33 | 35 |
| 13,0% | 29 | 30 | 31 | 32 | 33 | 12,5% | 26 | 28 | 30 | 31 | 33 |

Källa: Penser Access by Carnegie

Värdeskapande

Värdeskapande EV/sales 2025



Källa: FactSet

Referensgrupp

| Valuation | MCAP (SEK) | EV (SEK) | EV / Sales | | | EV / EBITDA | | | EV / EBIT | | |
|----------------------|------------|----------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | | | LTM | 2024 | 2025 | LTM | 2024 | 2025 | LTM | 2024 | 2025 |
| Fortnox | 36 024 | 35 759 | 19,34x | 17,14x | 13,84x | 38,9x | 33,4x | 26,1x | 48,3x | 41,3x | 31,6x |
| Sinch | 23 730 | 30 707 | 1,07x | 1,08x | 1,02x | 8,9x | 8,6x | 8,0x | 35,0x | 38,8x | 25,4x |
| Vitec Software Group | 18 100 | 19 200 | 6,10x | 5,94x | 5,54x | 15,6x | 15,3x | 14,1x | 27,9x | 27,0x | 24,3x |
| Addnode Group | 14 233 | 14 931 | 1,80x | 1,86x | 2,30x | 16,9x | 15,7x | 14,9x | 29,8x | 26,4x | 22,9x |
| Truecaller | 15 800 | 14 789 | 8,67x | 8,00x | 6,31x | 23,6x | 21,5x | 16,1x | 25,7x | 23,5x | 17,0x |
| Lime Technologies | 4 530 | 4 758 | 7,53x | 6,85x | 5,99x | 27,1x | 22,7x | 19,3x | 39,4x | 36,2x | 28,9x |
| SmartCraft | 4 949 | 4 780 | 11,03x | 9,54x | 8,35x | 28,0x | 23,8x | 19,9x | 36,8x | 31,2x | 25,4x |
| Storytel | 4 559 | 4 960 | 1,36x | 1,31x | 1,18x | 36,3x | 9,4x | 7,5x | -- | 20,5x | 13,0x |
| Admicom | 2 865 | 2 788 | 7,03x | 6,88x | 6,37x | 19,7x | 19,4x | 17,6x | 30,4x | 23,1x | 21,0x |
| Exsitec Holding | 1 890 | 2 109 | 2,65x | 2,58x | 2,36x | 12,9x | 12,6x | 10,9x | 19,1x | 19,0x | 16,1x |
| FormPipe Software | 1 355 | 1 347 | 2,60x | 2,50x | 2,28x | 12,4x | 11,6x | 8,6x | 31,6x | 28,3x | 15,9x |
| Nepa | 156 | 132 | 0,47x | -- | -- | 8,9x | -- | -- | -- | -- | -- |
| Upsales Technology | 589 | 556 | 3,84x | 4,18x | 3,65x | 15,1x | 17,9x | 15,3x | 19,6x | 25,8x | 21,2x |
| | | | 5,65x | 5,65x | 4,93x | 20,3x | 17,7x | 14,9x | 31,2x | 28,4x | 21,9x |
| | | | 3,84x | 5,06x | 4,59x | 16,9x | 16,8x | 15,1x | 30,4x | 26,7x | 22,1x |

Källa: Factset, Penser Access by Carnegie

| Resultaträkning | | | | | | | | | |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| Nettoomsättning | 57 | 68 | 75 | 93 | 129 | 145 | 145 | 163 | 194 |
| Övriga rörelseintäkter | 4 | 4 | 4 | 8 | 11 | 7 | 7 | 6 | 6 |
| Totala intäkter | 61 | 72 | 79 | 101 | 140 | 153 | 152 | 169 | 200 |
| Kostnad sålda varor | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Bruttoresultat | 61 | 72 | 79 | 101 | 140 | 153 | 152 | 169 | 200 |
| Försäljningskostnader | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Administrationskostnader | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| R&D-kostnader | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Övriga rörelsekostnader | -50 | -60 | -61 | -81 | -104 | -110 | -117 | -126 | -153 |
| EBITDA | 11 | 13 | 18 | 20 | 36 | 43 | 35 | 42 | 47 |
| Jämförelsestörande poster | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBITDA, justerad | 11 | 13 | 18 | 20 | 36 | 43 | 35 | 42 | 47 |
| Avskrivningar | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| EBITA, justerad | 11 | 13 | 18 | 20 | 36 | 43 | 35 | 42 | 47 |
| Avskrivningar immateriella tillgångar | -8 | -9 | -9 | -7 | -7 | -8 | -10 | -12 | -12 |
| EBIT | 2 | 4 | 9 | 13 | 29 | 34 | 26 | 30 | 35 |
| EBIT, justerad | 2 | 4 | 9 | 13 | 29 | 34 | 26 | 30 | 35 |
| Finansnetto | -1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| Resultat före skatt | 1 | 3 | 9 | 12 | 29 | 35 | 26 | 30 | 35 |
| Resultat före skatt, justerad | 1 | 3 | 9 | 12 | 29 | 35 | 26 | 30 | 35 |
| Total skatt | -1 | -1 | -3 | -3 | -6 | -7 | -5 | -6 | -7 |
| Minoritetsintressen | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Nettoresultat | 0 | 3 | 7 | 10 | 23 | 28 | 20 | 24 | 28 |
| Nettoresultat, justerad | 0 | 3 | 7 | 10 | 23 | 28 | 20 | 24 | 28 |
| Omsättningstillväxt | Neg. | 19% | 10% | 27% | 39% | 9% | 0% | 11% | 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% | 22,7% | 23,6% | 17,6% | 18,8% | 18,2% |
| EPS, justerad | 0,00 | 0,16 | 0,40 | 0,57 | 1,40 | 1,66 | 1,22 | 1,47 | 1,67 |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | 144% | 43% | 144% | 19% | -26% | 20% | 14% |

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

| Kassaflödesanalys | | | | | | | | | |
|---|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
| EBIT | 2 | 4 | 9 | 13 | 29 | 34 | 26 | 30 | 35 |
| Övriga kassaflödesposter | 7 | 9 | 9 | 6 | 4 | 1 | 4 | 6 | 5 |
| Förändringar i rörelsekapital | -3 | 0 | 5 | 21 | 1 | -3 | 0 | -4 | -8 |
| Kassaflöde från den operationella verksamheten | 7 | 12 | 24 | 40 | 34 | 32 | 30 | 32 | 32 |
| 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 |
| Övrigt Kassaflöde från investeringar | - | - | - | 0 | - | - | - | - | - |
| Kassaflöde från investeringsverksamhet | -5 | -6 | -5 | -11 | -12 | -10 | -12 | -11 | -11 |
| Fritt kassaflöde | 2 | 6 | 19 | 28 | 23 | 22 | 18 | 21 | 21 |
| Förvärv och avyttringar | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 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 |
| Övriga poster | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Kassaflöde från finansieringsverksamhet | 0 | 2 | 0 | 2 | -24 | -34 | -25 | -25 | -25 |
| Kassaflöde | 2 | 8 | 19 | 30 | -2 | -12 | -7 | -4 | -4 |
| Nettoskuld | 16 | -17 | -35 | -66 | -64 | -53 | -46 | -42 | -38 |

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

Balansräkning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| TILLGÅNGAR | | | | | | | | | |
| Goodwill | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Övriga immateriella tillgångar | 16 | 16 | 15 | 17 | 19 | 21 | 23 | 22 | 21 |
| Materiella anläggningstillgångar | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Finansiella anläggningstillgångar | 2 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Andelar i intresseföretag | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Övriga anläggningstillgångar | 8 | 6 | 2 | 5 | 7 | 7 | 12 | 17 | 22 |
| Summa anläggningstillgångar | 26 | 23 | 17 | 22 | 26 | 28 | 35 | 39 | 43 |
| Varulager | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Kundfordringar | 17 | 20 | 19 | 22 | 27 | 26 | 29 | 33 | 39 |
| Övriga omsättningstillgångar | 3 | 4 | 3 | 5 | 7 | 9 | 9 | 9 | 9 |
| Likvida medel och kortfristiga placeringar | 9 | 17 | 35 | 66 | 64 | 53 | 46 | 42 | 38 |
| Summa omsättningstillgångar | 30 | 40 | 57 | 94 | 98 | 88 | 84 | 84 | 86 |
| SUMMA TILLGÅNGAR | 56 | 63 | 74 | 116 | 124 | 116 | 119 | 123 | 129 |
| EGET KAPITAL OCH SKULDER | | | | | | | | | |
| Eget kapital | -9 | 20 | 27 | 39 | 37 | 30 | 25 | 25 | 28 |
| Minoritetsintressen | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Summa eget kapital | -9 | 20 | 27 | 39 | 37 | 30 | 25 | 25 | 28 |
| Långfristiga räntebärande skulder | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Långfristiga leasingsskulder | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Övriga långfristiga skulder | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Summa långfristiga skulder | 9 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Kortfristiga räntebärande skulder | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Leverantörsskulder | 4 | 4 | 2 | 11 | 4 | 4 | 12 | 16 | 19 |
| Kortfristiga leasingsskulder | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Övriga kortfristiga skulder | 36 | 39 | 45 | 66 | 84 | 82 | 82 | 82 | 82 |
| Summa kortfristiga skulder | 55 | 42 | 47 | 77 | 88 | 86 | 94 | 98 | 102 |
| SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER | 56 | 63 | 74 | 116 | 124 | 116 | 119 | 123 | 129 |

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% | 0% | 11% | 19% |
| EBITDA-tillväxt, justerad | Neg. | 19% | 45% | 8% | 83% | 18% | -17% | 21% | 11% |
| EBIT-tillväxt, justerad | Neg. | 54% | 149% | 37% | 132% | 17% | -26% | 19% | 16% |
| EPS-tillväxt, justerad | N.m. | N.m. | 144% | 43% | 144% | 19% | -26% | 20% | 14% |
| 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% | 28,1% | 29,3% | 24,2% | 26,1% | 24,4% |
| EBITDA-marginal, justerad | 18,7% | 18,6% | 24,3% | 21,3% | 28,1% | 29,3% | 24,2% | 26,1% | 24,4% |
| EBIT-marginal | 4,2% | 5,5% | 12,2% | 13,5% | 22,7% | 23,6% | 17,6% | 18,8% | 18,2% |
| EBIT-marginal, justerad | 4,2% | 5,5% | 12,2% | 13,5% | 22,7% | 23,6% | 17,6% | 18,8% | 18,2% |
| Vinst-marginal, justerad | 0,0% | 4,0% | 8,8% | 10,2% | 18,0% | 19,0% | 13,9% | 14,9% | 14,3% |

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

Avkastning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|----------------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| ROE, justerad | Neg. | 48% | 28% | 29% | 62% | 82% | 72% | 97% | >100% |
| ROCE, justerad | Neg. | 20% | 39% | 38% | 78% | >100% | 92% | >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 |
|--|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| Varulager / totala intäkter | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Kundfordringar / totala intäkter | 29% | 28% | 24% | 22% | 19% | 17% | 19% | 19% | 19% |
| Leverantörsskulder / KSV | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Totala kortfristiga skulder / totala kostnader | >100% | 71% | 77% | 95% | 84% | 78% | 80% | 78% | 66% |
| Rörelsekapital / totala intäkter | -31% | -26% | -32% | -49% | -38% | -33% | -37% | -34% | -27% |
| Kapitalomsättningshastighet | 3,8x | 3,6x | 2,9x | 2,6x | 3,8x | 5,0x | 6,0x | 6,8x | 7,2x |

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

Finansiell ställning

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Nettoskuld | 16 | -17 | -35 | -66 | -64 | -53 | -46 | -42 | -38 |
| Soliditet | -16% | 32% | 37% | 33% | 29% | 26% | 21% | 20% | 21% |
| Nettoskulsättningsgrad | -1,8x | -0,8x | -1,3x | -1,7x | -1,8x | -1,7x | -1,8x | -1,7x | -1,4x |
| Nettoskuld / EBITDA | 1,5x | -1,3x | -1,9x | -3,3x | -1,8x | -1,2x | -1,3x | -1,0x | -0,8x |

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

Aktiedata

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|--------------------------------------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0,00 | 0,16 | 0,40 | 0,57 | 1,40 | 1,66 | 1,22 | 1,47 | 1,67 |
| EPS, justerad | 0,00 | 0,16 | 0,40 | 0,57 | 1,40 | 1,66 | 1,22 | 1,47 | 1,67 |
| FCF per aktie | 0,14 | 0,38 | 1,13 | 1,71 | 1,37 | 1,33 | 1,08 | 1,26 | 1,26 |
| 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 | 1,54 | 1,50 | 1,67 |
| Antal aktier vid årets slut, m | 15,4 | 16,6 | 16,6 | 16,6 | 16,6 | 16,6 | 16,5 | 16,5 | 16,6 |
| Antal aktier efter utspädning, snitt | 15,4 | 16,6 | 16,6 | 16,6 | 16,6 | 16,6 | 16,5 | 16,5 | 16,6 |

Källa: Upsales Technology, Penser by Carnegie

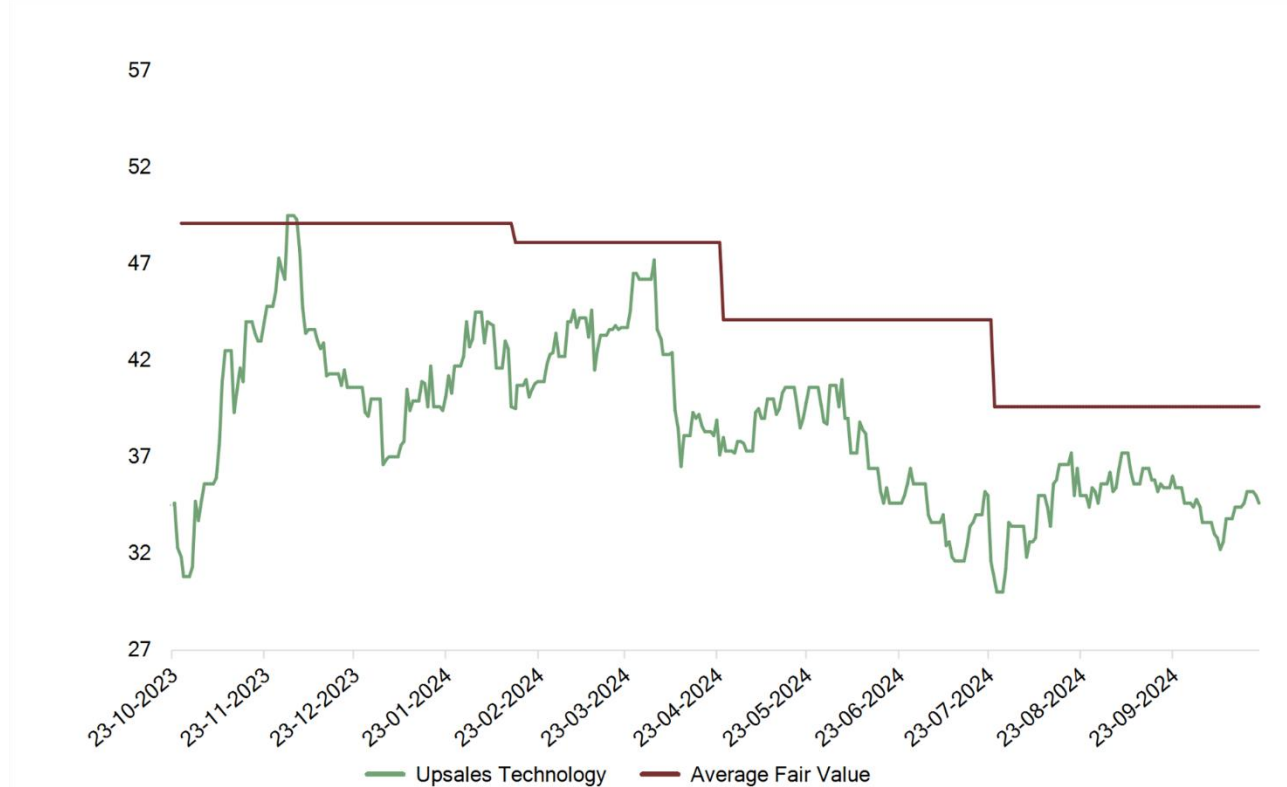
Värdering

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2026e |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| P/E, justerad | 100x | 100x | 100x | 100x | 51,6x | 24,4x | 28,7x | 23,9x | 20,9x |
| P/EK | Neg. | 24,2x | 36,4x | 32,3x | 32,6x | 22,2x | 22,7x | 23,4x | 21,0x |
| P/FCF | 100x | 78,8x | 52,7x | 44,0x | 52,7x | 30,4x | 32,3x | 27,7x | 27,9x |
| FCF-yield | 0% | 1% | 2% | 2% | 2% | 3% | 3% | 4% | 4% |
| Direktavkastning | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 2,7% | 2,8% | 3,7% | 4,3% | 4,3% | 4,3% |
| Utdelningsandel, justerad | 0,0% | 0,0% | 0,0% | >100% | >100% | 90,6% | >100% | >100% | 89,7% |
| EV/Sales | Neg. | 6,6x | 12,0x | 11,8x | 8,1x | 4,1x | 3,8x | 3,4x | 2,8x |
| EV/EBITDA, justerad | Neg. | 37,6x | 52,0x | 59,7x | 31,3x | 14,5x | 15,6x | 12,9x | 11,7x |
| EV/EBIT, justerad | Neg. | 100x | 100x | 93,8x | 38,7x | 18,0x | 21,5x | 18,0x | 15,7x |
| EV | Neg. | 476 | 952 | 1 184 | 1 133 | 619 | 549 | 549 | 552 |
| Aktiekurs | 35,0 | 29,6 | 59,4 | 75,2 | 72,0 | 40,4 | 35,0 | 35,0 | 35,0 |

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 företagens 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 intygat, 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 intygats 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. Värdepapperen 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