



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 16 februari 2023

Upsales Technology

Fortsatt stark tillväxt

Rapport i linje med estimat

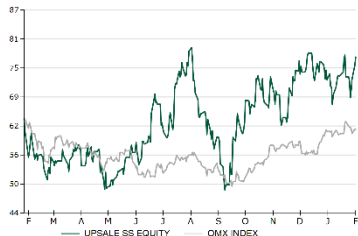
Omsättningen för helåret uppgick till 129,6 mkr vs våra estimat om 128,8m. Siffran motsvarar en tillväxt om 39,1%. ARR för helåret uppgick till 145,8 mkr, vilket var något lägre än vårt estimat om 149 mkr. Siffran motsvarar en tillväxt om 30,4%. EBITDA på helåret uppgick till 35,6 mkr vs våra estimat om 34,0 mkr. Den något högre marginalen än våra estimat går att förklara med en god kostnadskontroll.

Historik av lönsam tillväxt motiverar premie mot sektorn

Upsales har en god historik av att kombinera en hög ARR- och försäljningstillväxt med en god lönsamhet. Vi bedömer att lönsamheten i kombination med tillväxten motiverar en premie mot många av de andra noterade skandinaviska mjukvarubolagen som oftast endast levererar en av komponenterna ovan. Givet att Upsales fortsätter leverera i linje med sin historik anser vi att premie kan motiveras. Vi bedömer bolaget har en god tillväxtpotential då man bedömer att nuvarande kundstock har en potentiell ARR om 500 mkr vs nuvarande 135 mkr.

Oförändrad syn på estimat och värdering

Vi gör endast marginella förändringar på våra estimat kommande år. Intäktestimaten sjunker med ca 2% under perioden 2023–2024. Givet att bolaget visar en god kostnadskontroll, höjer vi våra estimat för EBITDA med ca 2% under samma period. Vi sänker vårt motiverade värde marginellt till 88-89 kr från tidigare 90-92 kr. Vi bedömer att det finns möjlighet till fortsatt multipelexpansion, givet Upsales kombination av hög tillväxt och starkt kassaflöde.

Estimatändring			Prognos (mkr)				Värde och risk															
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	88 - 89 kr												
Totala intäkter	-1,6%	-1,7%	-	Totala intäkter	140	174	221	273	Aktiekurs	82,0 kr												
EBITDA, just.	1,9%	1,6%	-	Tillväxt	39%	24%	27%	23%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	2,3%	1,9%	-	EBITDA, just.	36	50	64	74	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser			EBIT, just.	28	40	52	62															
			EPS, just.	1,3	1,9	2,5	2,9															
			EPS-tillväxt, just.	>100%	40%	32%	18%															
Q1 - rapport	26 april 2023			EK/aktie	2,2	2,5	3,8	5,4	<div>Intressekonflikter</div> <table><tr><th></th><th>Yes</th><th>No</th></tr><tr><td>Likviditetsgarant</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Certified adviser</td><td></td><td>✓</td></tr><tr><td>Transaktioner 12m</td><td></td><td>✓</td></tr></table>			Yes	No	Likviditetsgarant		✓	Certified adviser		✓	Transaktioner 12m		✓
	Yes	No																				
Likviditetsgarant		✓																				
Certified adviser		✓																				
Transaktioner 12m		✓																				
Q2 - rapport	26 juli 2023			EBIT-marginal	22,1%	23,6%	24,2%	23,1%														
Bolagsfakta (mkr)			ROE, just.	59,4%	80,6%	79,5%	64,1%															
			ROCE, just.	75,5%	>100%	>100%	80,7%															
			EV/Sales	8,1x	7,5x	5,9x	4,8x															
			EV/EBITDA	31,8x	26,2x	20,3x	17,6x															
			EV/EBIT	39,8x	32,7x	24,9x	21,1x															
			P/E, just.	53,5x	43,4x	32,9x	27,8x															
			P/EK	32,6x	33,0x	21,7x	15,1x															
			FCF yield	2%	2%	2%	3%															
			Nettoskuld/EBITDA	-1,8x	-1,2x	-1,1x	-1,2x															
			Analytiker																			
Rikard Engberg																						
rikard.engberg@penser.se																						

## Investment case

Upsales är ett SaaS-bolag som säljer och utvecklar CRM-system för små och medelstora bolag. Andelen små och medelstora bolag som använder sig av CRM är i dagsläget mycket liten, men vi ser både regulatoriska och affärsmässiga anledningar till att penetrationen av CRM kommer att öka.

## 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 framförallt tre anledningar till den accelererande tillväxttakten. De två främsta anledningarna till den högre tillväxttakten är dels regulatoriska krav då GDPR kräver att bolag har kontroll på kunddata och personuppgifter. Den andra drivkraften är att bolag ser stora affärsmässiga vinster med att börja använda sig av CRM-system. En tredje faktor är utfasningen av gamla licensbaserade system.

### En blå ocean

I dagsläget har mindre än 50% av alla små och medelstora bolag ett 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 ersätts 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, eller 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 en churn under 10% 2018), vilket får ses som starkt för ett mjukvarubolag med inriktning mot SME:s (generellt anses en churn mellan 5–10% som starkt för denna typ av bolag). Vidare ser vi att bolaget enligt våra estimat har en kort payback-tid (under 1 år) vid kundanförskaffning, vilket gör att vi tror att man har en bra prissättning samt effektivt marknadsförings- och säljarbete. Upsales har goda möjligheter att växa på sin befintliga kundbas. Bolaget bedömer att potentiell ARR för denna är 500 mkr vs dagens ARR om 146 mkr.

## Värdering

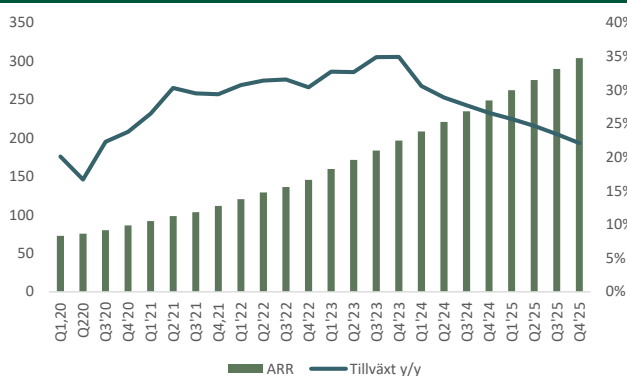
Vi justerar vårt motiverade värde från 90-92 kr till 88-90 kr. Vi har stöd i både DCF och multipelvärdering.

## Kvartalet i korthet

Omsättningen i kvartalet uppgick till 35,2 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 30,6%. Bolaget har nu visat en tillväxt över 30% de senaste fem kvartalen, vilket tyder på en långsiktigt högre tillväxttrend än historiskt. Den viktigaste drivkraften för en fortsatt hög omsättningstillväxt är ARR, som vid kvartalets utgång uppgick till 145,8 mkr. Tillväxttakten uppgick för fjärde kvartalet i rad till över 30%. För kommande år gör vi en marginell justering och sänker försäljningsestimaten med i snitt 2% för att ta höjd för ett ev. tuffare ekonomiskt klimat.

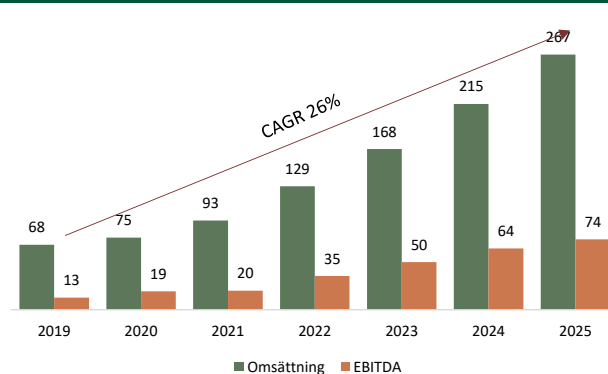
EBITDA i kvartalet uppgick till 9,3 mkr vs våra estimat om 8,1 mkr. EBITDA-marginalen uppgick till 21%, vilket är ca 3 procentenheter högre än snittet de senaste åtta kvartalen. Vi bedömer således att bolaget nått en ny nivå av skalbarhet i sin affär. Vi höjer således våra EBITDA-estimat med 2% kommande år.

### En fortsatt tillväxt driven av NRR...



Källa: EPB

### ...kommer resultera i fortsatt resultattillväxt



Källa: EPB

### Estimatförändringar efter rapporten

#### Nya

	2022A	2023E	2024E
Nettoomsättning	129,0	168,0	215,1
Rörelseresultat (EBITDA)	36,7	49,7	64,1
Resultat (EBIT)	29,8	39,7	52,1
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	29,8	39,7	52,1
Resultat före skatt	29,8	39,7	52,1
Nettoresultat Rapporterat	23,7	31,4	41,4
Nettoresultat (just)	23,7	31,4	41,4

#### Δ absoluta tal

	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	0,0	-2,8	-3,9
Rörelseresultat (EBITDA)	0,0	0,9	1,0
Resultat (EBIT)	0,0	0,9	1,0
Justerat Resultat (EBIT)	0,0	0,9	1,0
Resultat före skatt	0,0	0,9	1,0
Nettoresultat (just)	0,0	0,7	0,8

Källa: EPB

#### Tidigare

	2023E	2024E
Nettoomsättning	170,7	219,0
Rörelseresultat (EBITDA)	48,7	63,1
Resultat (EBIT)	38,7	51,1
Extraordinära Poster	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	38,7	51,1
Resultat före skatt	38,7	51,1
Nettoresultat Rapporterat	30,7	40,6
Nettoresultat (just)	30,7	40,6

#### Δ %

	2023E	2024E
Nettoomsättning	-2%	-2%
Rörelseresultat (EBITDA)	2%	2%
Resultat (EBIT)	2%	2%
Justerat Resultat (EBIT)	2%	2%
Resultat före skatt	2%	2%
Nettoresultat (just)	2%	2%

# Värdering

Vi har historiskt använt en relativ värdering för Upsales som tar hänsyn till den starka kassagenereringen och tillväxten i bolaget (R40). Vi noterade i Q3 att Upsales var undervärderat, givet den starka kombinationen av kassaflöde och tillväxt. Sedan Q3 har aktien handlat starkt i kombination med att vårt peer set har tappat något, vilket gör att vi justerar vårt motiverade värde till 88-89 kr. Värdet har även stöd i vår DCF.

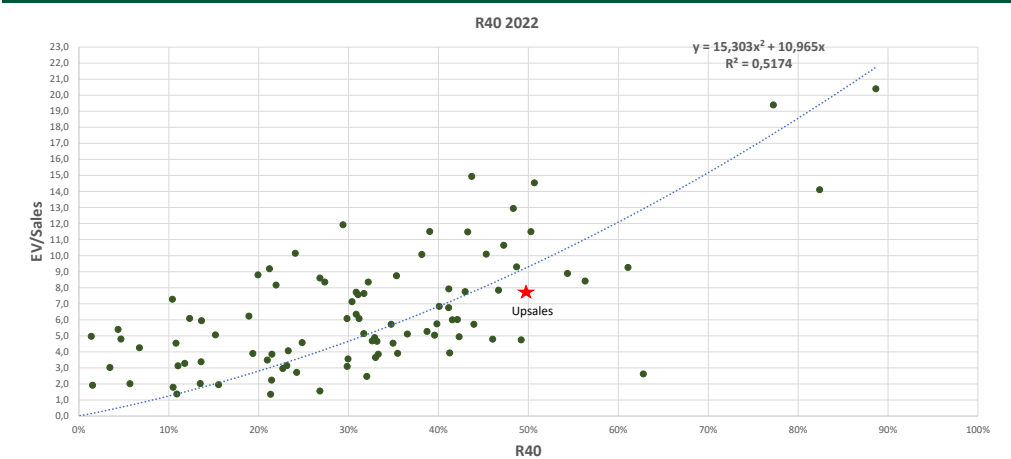
X EV/Sales 2023, Y försäljning 2023					
	6x	7x	8x	9x	10x
160	54	64	73	83	92
180	61	72	83	94	104
200	68	80	92	104	116
220	76	89	102	115	128
240	83	97	112	126	140

Källa: EPB

Share price perf.									
Share price (USD)		LTM		LTM		M-cap (USD)		EV/5	
Name		LTM	LGM	LTM		2022	2023	2024	
SignUp Software	8.3	nm	-10.3%	-4.6%	189	6,66	5,25	4,35	58,3
Carasent	1.6	-63,2%	-11,5%	-14,7%	128	3,32	2,29	1,92	13,3
SignUp Software	8.3	nm	-10.3%	-4.6%	189	6,66	5,25	4,35	58,3
Carasent	1.6	-63,2%	-11,5%	-14,7%	128	3,32	2,29	1,92	13,3
Merrell Holding	#N/A	nm	nm	nm	#N/A	nm	nm	nm	nm
Avanza Bank Holding	23.3	-23,9%	14,2%	41,4%	3 704	10,12	9,60	9,02	nm
Nordnet	16.7	15,0%	27,6%	31,1%	4 241	8,91	8,41	7,99	nm
AVTECH Sweden	0.3	163,2%	45,6%	9,2%	18	7,13	6,50	5,85	17,5
Fortnox	4.9	1,5%	12,0%	9,7%	3 109	22,63	19,37	15,07	48,6
SmartCraft	1.8	-15,5%	26,1%	15,7%	311	nm	nm	nm	nm
Kahoot	1.6	-73,2%	-27,7%	-18,8%	801	6,02	3,92	3,21	37,6
Linea Technologies	21.8	-45,0%	-14,7%	-20,0%	299	6,75	5,94	5,24	21,5
SimCorp	67.3	-45,3%	-7,1%	-0,2%	2 707	4,69	4,32	4,08	20,2
Adimcom	46.2	-52,4%	-25,7%	-17,3%	232	7,24	6,03	5,52	16,3
Lemonssoft	8.1	nm	-37,8%	-42,3%	#N/A	6,08	4,77	4,26	19,9
Efecte	11.7	-26,1%	-2,7%	18,9%	79	2,90	2,78	2,41	765,6
FormPipe Software	2.1	-30,5%	-26,3%	-16,5%	120	2,62	2,41	2,21	17,9
Vitec Software Group	42.2	-10,8%	-3,8%	22,5%	1 420	nm	nm	nm	nm
House of Control Group	1.1	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	nm	nm	nm	nm
Karnov Group	5.9	6,0%	-5,2%	3,1%	633	6,11	2,92	2,84	6,8
Litium	1.1	-49,3%	-15,4%	-10,9%	18	2,06	1,64	1,29	390,2
Bambuser	0.3	-77,9%	-44,5%	-19,8%	72	nm	nm	nm	nm
Checkin.com Group	4.1	-35,1%	18,5%	67,8%	117	14,09	8,65	4,66	486,2
Upsales Technology	7.1	-33,6%	38,8%	35,7%	122	9,09	7,07	5,52	33,5
Median						6,38	5,01	4,31	20,86
medel						7,07	5,69	4,79	124,48
Vs Upsales						28%	24%	15%	-73%

Källa: EPB

## Upsales vs internationella peers



Källa: EPB

DCF - GROWING FCF PERPETUITY FORMULA									
Valuation output					WACC assumptions				
Sum of PV of FCF (explicit period)	540				Risk free nominal rate	2,0%			
PV of terminal value (perpetuity formula)	862				Risk premium	5,0%			
Enterprise value	1 402				Extra risk premium	2,5%			
Latest net debt	-51				Beta	1,0			
Minority interests & other	0				Cost of equity	9,5%			
Equity value	1 453				Cost of debt (pre-tax)	3,0%			
No. of shares outstanding (millions)	17				Tax rate	22%			
Equity value per share (SEK)	87				Target debt/(debt + equity)	0%			
					WACC	9,5%			
Implicit multipl.					Terminal value assumptions				
EV/Sales	2021	2022	2023		Long term growth rate	2,0%			
EV/EBITDA	15,0	10,9	8,3		Long term EBIT margin	30,0%			
EV/EBIT	70,8	38,2	28,2		Depreciation (% of sales)	3,0%			
EV/NOPAT	111,4	47,1	35,4		Capex (% of sales)	2,0%			
P/E	142,8	60,4	45,3		Working cap. (% of sales)	4,0%			
ROI/CO/WACC					Tax rate	22%			
Current Share price				82					

Sensitivity analysis									
WACC					Long-term growth rate				
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
	90	82	79	74	97	89	83	77	72
	104	95	87	81	104	95	87	79	72
	111	101	92	85	111	101	92	85	79
	117	107	99	91	117	107	99	91	85
WACC					Long-term EBIT margin				
	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%	25,0%	27,5%	30,0%	32,5%	35,0%
	90	82	79	74	97	89	83	77	72
	104	95	87	81	104	95	87	79	72
	111	101	92	85	111	101	92	85	79
	117	107	99	91	117	107	99	91	85

Källa: EPB

## Resultaträkning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Nettoomsättning</b>	<b>57</b>	<b>68</b>	<b>75</b>	<b>93</b>	<b>129</b>	<b>168</b>	<b>215</b>	<b>267</b>
Övriga rörelseintäkter	4	4	4	8	11	6	6	6
<b>Totala intäkter</b>	<b>61</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>101</b>	<b>140</b>	<b>174</b>	<b>221</b>	<b>273</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>61</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>101</b>	<b>140</b>	<b>174</b>	<b>221</b>	<b>273</b>
Övriga rörelsekostnader	-50	-60	-61	-81	-105	-124	-157	-199
<b>EBITDA</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>50</b>	<b>64</b>	<b>74</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>50</b>	<b>64</b>	<b>74</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>50</b>	<b>64</b>	<b>74</b>
Amortering	-8	-9	-9	-7	-7	-10	-12	-12
<b>EBIT</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>62</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>62</b>
Finansnetto	-1	0	0	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>62</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>62</b>
Total skatt	-1	-1	-3	-3	-6	-8	-11	-13
<b>Nettoresultat</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>49</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>49</b>
Intäktstillväxt	-	19%	10%	27%	39%	24%	27%	23%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	23,6%	24,2%	23,1%
EPS, justerad	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,89	2,49	2,94
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	43%	>100%	40%	32%	18%

Källa: Upsales Technology, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	2	4	9	13	28	40	52	62
Övriga kassaflödesposter	7	9	9	7	5	2	1	-1
Förändringar i rörelsekapital	-3	0	5	21	1	-7	-12	-13
<b>Kassaflöde från den operationella verksamheten</b>	<b>7</b>	<b>12</b>	<b>24</b>	<b>40</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>48</b>
Investeringar i anläggningstillgångar	-4	0	0	-8	-4	-5	-5	-5
Investeringar i immateriella anläggningstillgångar	0	-6	-5	-3	-8	-6	-6	-6
<b>Kassaflöde från investeringsverksamhet</b>	<b>-5</b>	<b>-6</b>	<b>-5</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>	<b>-11</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>23</b>	<b>30</b>	<b>37</b>
Nyemission / återköp	0	27	0	2	9	7	0	0
Förändring av skulder	0	-25	0	0	0	0	0	0
Utdelningar	0	0	0	0	-34	-33	-20	-22
<b>Kassaflöde från finansieringsverksamhet</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>0</b>	<b>2</b>	<b>-24</b>	<b>-27</b>	<b>-20</b>	<b>-22</b>
<b>Kassaflöde</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>19</b>	<b>31</b>	<b>-2</b>	<b>-4</b>	<b>10</b>	<b>16</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>16</b>	<b>-17</b>	<b>-35</b>	<b>-66</b>	<b>-64</b>	<b>-61</b>	<b>-71</b>	<b>-87</b>

Källa: Upsales Technology, EPB

Balansräkning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>TILLGÅNGAR</b>								
Övriga immateriella tillgångar	16	16	15	17	19	20	19	18
Finansiella anläggningstillgångar	2	1	0	0	0	0	0	0
Övriga anläggningstillgångar	8	6	2	5	7	12	17	22
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>26</b>	<b>23</b>	<b>17</b>	<b>22</b>	<b>26</b>	<b>32</b>	<b>36</b>	<b>40</b>
Kundfordringar	17	20	19	22	27	42	54	67
Övriga omsättningstillgångar	3	4	3	5	7	7	7	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	17	35	66	64	61	71	87
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>57</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>110</b>	<b>132</b>	<b>161</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>74</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>142</b>	<b>168</b>	<b>201</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	-9	20	27	39	37	41	63	90
<b>Summa eget kapital</b>	<b>-9</b>	<b>20</b>	<b>27</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>41</b>	<b>63</b>	<b>90</b>
Långfristiga räntebärande skulder	9	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>
Kortfristiga räntebärande skulder	16	0	0	0	0	0	0	0
Leverantörsskulder	4	4	2	11	4	17	22	27
Övriga kortfristiga skulder	36	39	45	66	84	84	84	84
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>55</b>	<b>42</b>	<b>47</b>	<b>77</b>	<b>88</b>	<b>101</b>	<b>106</b>	<b>111</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>74</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>142</b>	<b>168</b>	<b>201</b>

Källa: Upsales Technology, EPB

Tillväxt och marginaler								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	19%	10%	27%	39%	24%	27%	23%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	19%	45%	8%	79%	40%	29%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	54%	>100%	37%	>100%	39%	31%	18%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	43%	>100%	40%	32%	18%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	18,7%	18,6%	24,3%	21,3%	27,6%	29,6%	29,8%	27,6%
EBITDA-marginal, justerad	18,7%	18,6%	24,3%	21,3%	27,6%	29,6%	29,8%	27,6%
EBIT-marginal	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	23,6%	24,2%	23,1%
EBIT-marginal, justerad	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	23,6%	24,2%	23,1%
Vinst-marginal, justerad	0,0%	4,0%	8,8%	10,2%	17,4%	18,7%	19,2%	18,4%

Källa: Upsales Technology, EPB

Avkastning								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	48%	28%	29%	59%	81%	80%	64%
ROCE, justerad	Neg.	20%	39%	38%	76%	>100%	>100%	81%
ROIC, justerad	Neg.	67%	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.	Neg.

Källa: Upsales Technology, EPB

## Kapitaleffektivitet

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Kundfordringar / totala intäkter	29%	28%	24%	22%	19%	24%	24%	24%
Totala kortfristiga skulder / totala kostnader	>100%	71%	77%	95%	84%	81%	67%	56%
Rörelsekapital / totala intäkter	-31%	-26%	-32%	-49%	-38%	-30%	-20%	-13%
Kapitalomsättningshastighet	3,8x	3,6x	2,9x	2,6x	3,8x	4,2x	3,5x	3,0x

Källa: Upsales Technology, EPB

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	16	-17	-35	-66	-64	-61	-71	-87
Soliditet	-16%	32%	37%	33%	29%	29%	37%	45%
Nettoskuldsättningsgrad	-1,8x	-0,8x	-1,3x	-1,7x	-1,8x	-1,5x	-1,1x	-1,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	-1,3x	-1,9x	-3,3x	-1,8x	-1,2x	-1,1x	-1,2x

Källa: Upsales Technology, EPB

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,89	2,49	2,94
EPS, justerad	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,89	2,49	2,94
FCF per aktie	0,13	0,39	1,13	1,74	1,34	1,40	1,82	2,24
Eget kapital per aktie	-0,58	1,22	1,63	2,33	2,21	2,49	3,77	5,42
Antal aktier vid årets slut, m	15,3	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

Källa: Upsales Technology, EPB

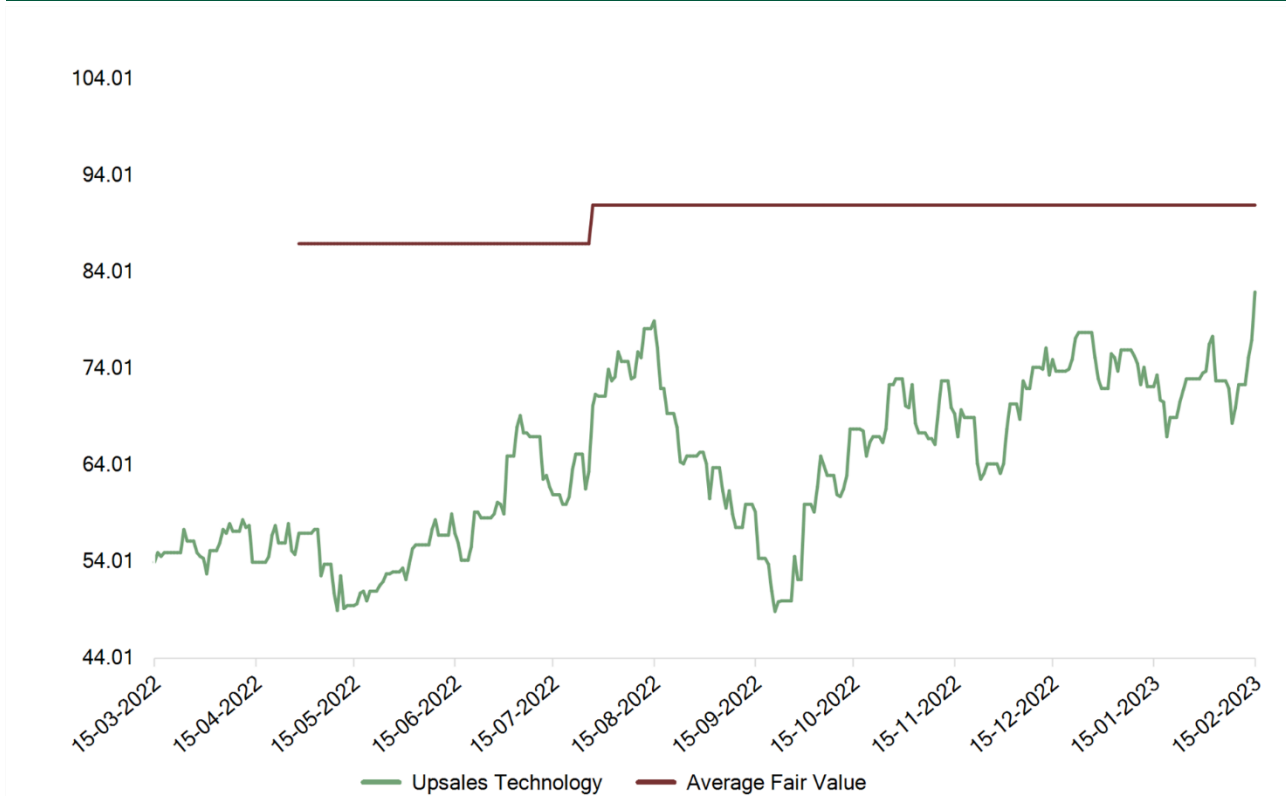
## Värdering

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	173,0x	148,0x	131,2x	53,5x	43,4x	32,9x	27,8x
P/EK	Neg.	24,2x	36,4x	32,3x	32,6x	33,0x	21,7x	15,1x
P/FCF	Neg.	75,7x	52,7x	43,2x	53,7x	58,7x	45,0x	36,6x
FCF-yield	Neg.	1%	2%	2%	2%	2%	2%	3%
Direktavkastning	Neg.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
EV/Sales	Neg.	6,6x	12,0x	11,8x	8,1x	7,5x	5,9x	4,8x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	37,6x	52,0x	59,7x	31,8x	26,2x	20,3x	17,6x
EV/EBIT, justerad	Neg.	128,1x	103,2x	93,8x	39,8x	32,7x	24,9x	21,1x
EV	Neg.	476	952	1 184	1 133	1 299	1 299	1 299
Aktiekurs	-	29,6	59,4	75,2	72,0	82,0	82,0	82,0

Källa: Upsales Technology, EPB

## Aktiekurs och genomsnittligt motiverat värde

### Upsales Technology (UPSALE SS EQUITY)



Källa: EPB, IDC



## Disclosure

Denna publikation (nedan "Publikationen") har sammanställts av Erik Penser Bank AB (nedan "Banken") i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsedd att vara rådgivande. Banken har tillstånd att bedriva bank- och värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan dock aldrig garanteras av Banken.

Som ett steg i utformandet av Publikationen har det analyserade bolaget (nedan "Bolaget") verifierat faktainnehållet i Publikationen. Bolaget kan dock aldrig påverka de delar av Publikationen som innefattar slutsatser eller värderingar.

Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns egna åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen. Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte heller sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Publikationen utgör därmed inget investeringsråd och ska inte heller uppfattas som sådan. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på Publikationen alltid fattas självständigt av investeraren och Banken fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller direkt/indirekt skada som grundar sig på användandet av denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk då dessa både kan öka och minska i värde. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

### Motiverat värde och risk

Det motiverade värdet speglar ett värde för aktien per den dag analysen publicerats i ett intervall motsvarande ca 5-10%. Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument såsom till exempel kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler.

Värderingsmetod och ansats för att bestämma motiverat värde ska framgå av analysen och kan variera från bolag till bolag. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata och ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. Värderingsmetoden ska läsas tillsammans med riskklassificeringen. Vad gäller riskklassificeringen: klassificeras aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån ett antal kända parametrar som är relevanta för Bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att Bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att Bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

För mer detaljerad information om värderingsmodeller klicka [här](#).

### Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av innehåll i Publikationen.

Bankens analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att förebygga och förhindra intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. För att förebygga intressekonflikter har Banken bl. a. vidtagit åtgärder för att förhindra otillbörlig informationsspridning, även kallade 'Chinese Walls'. Analysavdelningen är därmed fysiskt avskild från Corporate Finance-avdelningen som inte heller får delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Banken har även interna regler för att hantera eventuella intressekonflikter mellan analytikern, Bolaget och Banken.

Det kan dock, från tid till annan, förekomma att Banken utför uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en Publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i det analyserade bolaget. Banken har dock utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för analysen samt utformat interna regler för anställdas egna affärer som gäller för analytiker. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Den analytiker som har utarbetat Publikationen, och andra medverkande som har vetskap om analysens slutsats, får inte för egen räkning handla i berörda finansiella instrument eller med därtill relaterade finansiella instrument.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt Bolaget. Klicka [här](#) för mer information om tjänsten.

Om annat inte uttryckligen anges i Publikationen uppdateras analysen kvartalsvis samt när Bankens analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till det analyserade bolaget eller finansiella instrument.

Banken erhåller ersättning från Bolaget för tjänsten Penser Access.

---

Erik Penser Bank (publ.)  
Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM  
tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 [www.penser.se](http://www.penser.se)