



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Mjukvara | Sverige | 26 april 2023

Upsales Technology

Ett mindre hack i kurvan

Stark trend i ARR-tillväxt bruten

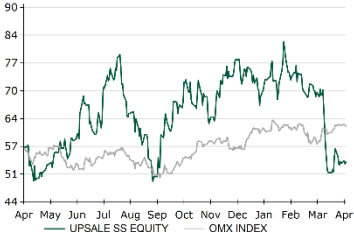
Omsättningen i kvartalet uppgick till 36,2 mkr vilket motsvarar en tillväxt om 22,7%. ARR uppgick till 141,4 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 17,4%, siffran är dock ned q/q. På helåret hade vi räknat med en tillväxt om ca 30% för ARR. Bolaget förklarar nedgången q/q med att timing i nyförsäljning inte lyckats kompensera för churn rate. Bolaget har dock inte sett en ökad churn i Q1. Vi ser därför möjlighet att ARR-tillväxten kan studsa tillbaka under året. EBITDA i kvartalet uppgick till 9,4 mkr vilket var i linje med vad som ligger till grund för våra helårsestimat. Siffran motsvarar en marginal om 26% vilket är den tredje högsta de senaste nio kvartalen.

Historik motiverar en premievärdering

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 en premie kan motiveras. Vi bedömer att bolaget har en god tillväxtpotential, då man bedömer att nuvarande kundstock har en potentiell ARR om 500 mkr vs nuvarande 141 mkr.

Fortsatt potential i aktien

Vi hade i våra tidigare estimat räknat med en inbromsning i tillväxten givet en ökad osäkerhet i ekonomin. Då bolaget har varit tydliga med att churn inte har stigit under kvartalet bedömer vi att tillväxten q/q kommer återvända under året. Trots detta sänker vi våra försäljningsestimat med ca 10%. Givet att kostnadsbasen i kvartalet var lägre än vad våra helårsestimat antyder så sänker vi EBITDA med i snitt 11%. Delvis baserat på de sänkta estimaten sänker vi vårt motiverade värde till 73-76 kr från tidigare 88-89 kr. Givet bolagets historik av starka kassaflöden i kombination med tillväxt anser vi att bolaget ska fortsätta värderas på ett premium mot våra peers.

Estimatändring				Prognos (mkr)					Värde och risk													
	23e	24e	25e		2022	2023e	2024e	2025e	Motiverat värde	73 - 76 kr												
Totala intäkter	-9,5%	-11,1%	-10,2%	Totala intäkter	140	157	196	245	Aktiekurs	53,6 kr												
EBITDA, just.	-12,5%	-10,6%	-10,6%	Tillväxt	39%	12%	25%	25%	Riskenivå	Låg												
EPS, just.	-14,8%	-13,0%	-12,7%	EBITDA, just.	36	43	57	66	<div>Kursutveckling 12 mån</div> 													
Kommande händelser				EBIT, just.	28	34	45	54														
Q2 - rapport				26 juli 2023	EPS, just.	1,3	1,6	2,2			2,6											
				EPS-tillväxt, just.	>100%	20%	34%	19%														
				EK/aktie	2,2	2,2	3,2	4,4														
Bolagsfakta (mkr)				Utdelning per aktie	2,0	1,2	1,3	1,3	<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		✓																				
Antal aktier		17m		EBIT-marginal	22,1%	22,4%	23,8%	22,5%														
Börsvärde		891		ROE, just.	59,4%	73,0%	80,4%	67,5%														
Nettoskuld		-72		ROCE, just.	75,5%	92,4%	>100%	85,1%														
EV		819		EV/Sales	8,1x	5,2x	4,2x	3,3x														
Free float		48%		EV/EBITDA	31,8x	18,8x	14,3x	12,4x														
Daglig handelsvolym, snitt		7k		EV/EBIT	39,8x	24,1x	18,1x	15,2x														
Bloomberg Ticker	UPSALÉ SS EQUITY			P/E, just.	53,5x	33,3x	24,8x	20,8x														
Analytiker				P/EK	32,6x	24,3x	16,9x	12,1x														
Rikard Engberg				Direktavkastning	2,8%	2,2%	2,4%	2,4%														
rikard.engberg@penser.se				FCF yield	2%	2%	3%	4%														
				Nettoskuld/EBITDA	-1,8x	-1,3x	-1,1x	-1,1x														

## 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. Upsales har en lång historik av tillväxt kombinerat med stark kassaflödesgenerering vilket vi gör att vi anser att aktien bör värderas till ett premie mot andra noterade mjukvarubolag i Norden.

## 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 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 88-90 kr till 73-76 kr. Vi har stöd i både DCF och multipelvärdering.

## Kvartalet i korthet

Omsättningen i kvartalet uppgick till 36,2 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 23%. Omsättningen var i linje med vad som krävdes för att nå våra helårsestimat. ARR i kvartalet uppgick till 141,4 mkr, vilket motsvarar en tillväxt om 17,4% y/y, men ett tapp om 3% q/q. Detta är första gången sedan IPO som bolaget visar en negativ tillväxt q/q. Vi ser två anledningar till den vikande trenden:

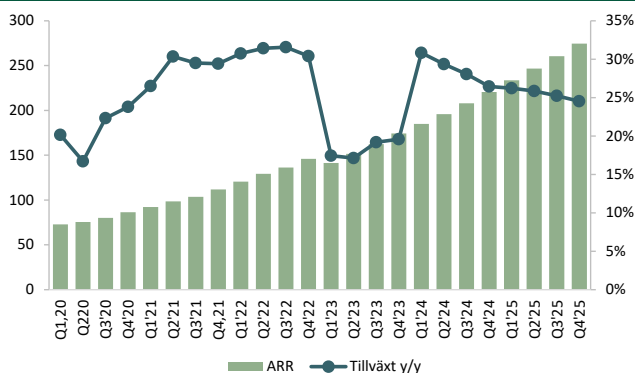
- **En lägre nykundsförsäljning än väntat:** Bolaget är inte nöjda med sin nykundsförsäljning. Vi bedömer att den kan återkomma under året.
- **Satsning på större kunder leder till lägre försäljningscykler:** Under inledningen av året har bolaget identifierat arbetet med att vinna större kunder och växa intäkterna från de största kunderna. Vi bedömer att denna satsning kan bära frukt under senare delen av 2023.

EBITDA i kvartalet uppgick till 9,4 mkr, vilket var i linje med våra estimat och trend för att helårsestimaten ska nås. EBITDA-marginalen uppgick till 26%, vilket är ca 1,8% procentenheter högre än snittet de senaste åtta kvartalen. Vi bedömer således att bolaget nått en ny nivå av skalbarhet i sin affär.

Under kvartalet har bolaget lanserat en svenskbaserad molnlösning, dvs att mjukvaran drivs på svenska servrar. Vi bedömer att detta är en konkurrensfördel mot många internationella aktörer då lokal hosting efterfrågas. Under kvartalet har bolaget vunnit en ny kund inom finansindustrin, där detta har varit ett krav. Vi bedömer denna satsning är en del i strategin att röra sig mot större kunder och vi bedömer att den kommer att bära frukt på sikt.

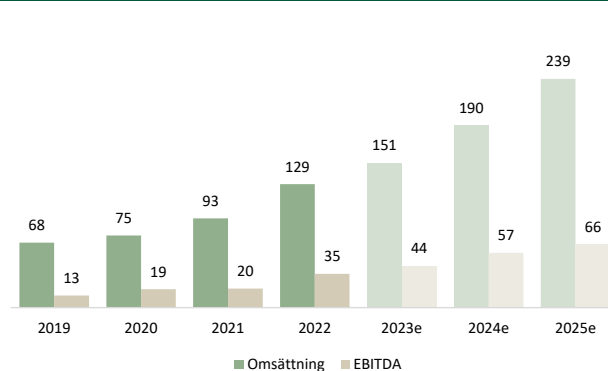
Baserat på trendbrottet i ARR sänker vi våra intäktsestimat med i snitt 10% under prognosperioden. Då bolaget hade än lägre kostnadsbas än våra estimat för helåret sjunker EBITDA med i snitt 11% under prognosperioden.

Ett brott i kurvan i ARR-tillväxt...



Källa: EPB

...som vi bedömer kommer vända



Källa: EPB

## Estimatförändringar efter rapporten

Nya estimat				
	2022A	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	129,0	151,3	190,5	239,0
Rörelseresultat (EBITDA)	36,7	43,5	57,3	65,8
Resultat (EBIT)	29,8	34,0	45,3	53,8
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	29,8	34,0	45,3	53,8
Resultat före skatt	29,8	34,0	45,3	53,8
Nettoresultat Rapporterat	23,7	26,8	36,0	42,7
Nettoresultat (just)	23,7	26,8	36,0	42,7
Δ absoluta tal				
	2022E	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	0,0	-16,7	-24,6	-27,8
Rörelseresultat (EBITDA)	0,0	-6,1	-6,8	-7,8
Resultat (EBIT)	0,0	-5,7	-6,8	-7,8
Justerat Resultat (EBIT)	0,0	-5,7	-6,8	-7,8
Resultat före skatt	0,0	-5,7	-6,8	-7,8
Nettoresultat (just)	0,0	-4,6	-5,4	-6,2

Källa: EPB

Estimat Q4'22			
	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	168,0	215,1	266,8
Rörelseresultat (EBITDA)	49,7	64,1	73,6
Resultat (EBIT)	39,7	52,1	61,6
Extraordinära Poster	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)	39,7	52,1	61,6
Resultat före skatt	39,7	52,1	61,6
Nettoresultat Rapporterat	31,4	41,4	48,9
Nettoresultat (just)	31,4	41,4	48,9
Δ %			
	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	-10%	-11%	-10%
Rörelseresultat (EBITDA)	-12%	-11%	-11%
Resultat (EBIT)	-14%	-13%	-13%
Justerat Resultat (EBIT)	-14%	-13%	-13%
Resultat före skatt	-14%	-13%	-13%
Nettoresultat (just)	-15%	-13%	-13%

## Värdering

Vi har historiskt använt en relativvärdering för Upsales som tar hänsyn till den starka kassagenereringen och tillväxten i bolaget (R40). Utöver detta har vi haft en DCF-värdering som stöd för vår värdering. Trots att ARR-tillväxten bröt en stark trend i kvartalet anser vi, givet Upsales historik, att bolaget ska värderas till en premie mot de nordiska noterade mjukvarubolagen. Givet dessa två metoder ser vi ett motiverat värde om 73-76 kr mot tidigare 88-90 kr.

### Känslighetstabell

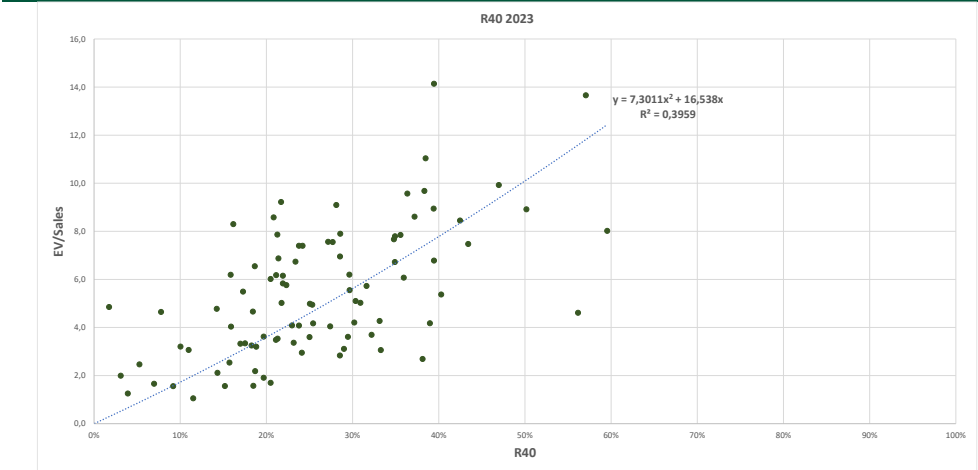
X EV/Sales 2023, Y försäljning 2024					
	6x	6,0x	6,5x	7,0x	7,5x
170	52	57	62	67	72
180	55	61	66	71	77
190	59	64	70	76	81
200	62	68	74	80	86
210	65	71	78	84	90

Källa: EPB

Peers													
Name	Share price (USD)	LTM	L6M	LTM	M-cap (USD)	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024
SignUp Software	10,0	1,8%	9,5%	23,2%	228	6,66	6,62	5,45	67,6	42,5	29,2	27,2%	21,4%
Carasent	1,5	-54,9%	-35,4%	-8,1%	115	3,25	2,08	1,75	13,7	10,4	6,0	25,2%	18,7%
SignUp Software	10,0	1,8%	9,5%	23,2%	228	6,66	6,62	5,45	67,6	42,5	29,2	27,2%	21,4%
Carasent	1,5	-54,9%	-35,4%	-8,1%	115	3,25	2,08	1,75	13,7	10,4	6,0	25,2%	18,7%
Avanza Bank Holding	21,2	-34,7%	10,0%	-2,8%	3 225	10,13	7,40	7,11	nm	nm	nm	18,7%	5,6%
Nordnet	15,8	-6,0%	18,0%	10,1%	3 846	10,46	8,46	8,23	nm	nm	nm	36,0%	2,1%
AVTECH Sweden	0,4	69,6%	27,3%	29,7%	21	7,20	7,51	6,53	17,3	16,1	12,8	26,2%	15,0%
Fortnox	6,6	33,1%	15,1%	44,1%	4 082	22,47	25,02	18,88	48,5	50,8	36,6	31,4%	32,6%
SmartCraft	1,7	-2,1%	-0,3%	34,2%	320	nm	nm	nm	nm	nm	nm	17,3%	16,7%
Kahoot	2,3	-47,6%	-3,7%	21,3%	1 196	nm	nm	nm	nm	nm	nm	21,8%	18,7%
Ume Technologies	21,3	-34,0%	-28,0%	4,5%	295	6,64	5,83	5,17	21,2	19,2	17,5	13,9%	13,2%
SimCorp	77,0	-23,1%	5,7%	13,2%	3 034	4,55	4,67	4,31	17,8	19,6	16,8	7,3%	6,8%
Admicom	46,7	-46,5%	-31,0%	-11,7%	232	7,43	6,21	5,70	16,3	16,2	14,8	7,4%	7,8%
Lemonssoft	9,5	-44,1%	-38,3%	19,7%	n/a	6,06	5,76	5,30	18,7	18,7	16,1	14,4%	9,1%
Efecte	11,9	-23,3%	3,3%	8,0%	76	2,87	2,68	2,28	9622,3	525,8	32,3	14,6%	17,2%
FormPipe Software	2,5	-36,2%	-4,4%	21,5%	138	2,54	2,69	2,48	17,1	13,5	10,5	12,2%	9,5%
Vitec Software Group	48,1	-3,4%	11,4%	27,8%	1 556	8,07	nm	nm	22,0	nm	nm	34,1%	16,1%
Kamov Group	5,1	0,2%	-20,3%	-5,1%	554	7,55	3,21	3,11	21,8	12,5	11,4	114,8%	3,7%
Litium	1,0	-35,6%	-27,1%	-9,5%	17	2,15	1,80	1,41	nm	17,3	6,0	18,5%	27,3%
Bambuser	0,3	-80,2%	-41,4%	-12,7%	59	nm	nm	nm	nm	nm	nm	21,9%	19,3%
Checkin.com Group	3,5	-40,8%	40,0%	20,8%	101	13,92	8,22	4,61	162,4	29,9	13,7	71,4%	78,3%
Upsales Technology	5,1	-30,3%	-30,4%	-28,4%	89	6,66	5,21	4,17	31,8	18,8	14,3	12,3%	24,9%
Median						6,66	5,83	5,17	21,18	18,74	14,85	22%	17%
medel						7,32	6,28	5,27	676,54	56,36	17,28	28%	18%
Vs Upsales						10%	-11%	-19%	-95%	1%	-17%		

Källa: EPB, Factset

### Upsales vs internationella peers



Källa: EPB

## DCF-värdering och känslighetsanalys

### DCF-värdering

Värdering		WACC-antaganden		Antaganden terminalvärde	
Nuvärdet av fria kassaflöden	464	Risikfri ränta	2,0%	Långsiktig tillväxt	2,0%
Nuvärdet av terminalvärde	710	Riskpremium	5,0%	Långsiktig EBIT-marginal	25,0%
<b>Företagsvärde (EV)</b>	<b>1 174</b>	Småbolagspremium	3,0%	Avskrivningar, % av omsättning	3,0%
Nettoskuld, senast rapporterad	-51	Extra riskpremium	0,0%	Capex, % av omsättning	2,0%
Minoritetsintressen och övrigt	0	<b>WACC</b>	<b>10,0%</b>	Rörelsekapital, % av omsättning	4,0%
<b>Eget kapital</b>	<b>1 225</b>			Skattesats	22,0%
Antal utstående aktier, full utspädning	17			Terminalvärde, % av EV	60,5%
<b>Eget kapital per aktie</b>	<b>74</b>				

### Känslighetsanalys

#### Känslighetsanalys

		Långsiktig tillväxt							Långsiktig EBIT-marginal				
		1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%			20,0%	22,5%	25,0%	27,5%	30,0%
WACC	9,0%	78	82	87	92	99	WACC	9,0%	73	80	87	93	100
	9,5%	72	76	80	84	90		9,5%	67	74	80	86	92
	10,0%	67	70	74	78	82		10,0%	63	68	74	79	85
	10,5%	63	65	68	72	76		10,5%	58	63	68	74	79
	11,0%	59	61	64	67	70		11,0%	54	59	64	68	73

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>151</b>	<b>190</b>	<b>239</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>157</b>	<b>196</b>	<b>245</b>
<b>Bruttoresultat</b>	<b>61</b>	<b>72</b>	<b>79</b>	<b>101</b>	<b>140</b>	<b>157</b>	<b>196</b>	<b>245</b>
Övriga rörelsekostnader	-50	-60	-61	-81	-105	-114	-139	-179
<b>EBITDA</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>57</b>	<b>66</b>
<b>EBITDA, justerad</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>57</b>	<b>66</b>
<b>EBITA, justerad</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>18</b>	<b>20</b>	<b>36</b>	<b>43</b>	<b>57</b>	<b>66</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>34</b>	<b>45</b>	<b>54</b>
<b>EBIT, justerad</b>	<b>2</b>	<b>4</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>54</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>34</b>	<b>45</b>	<b>54</b>
<b>Resultat före skatt, justerad</b>	<b>1</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>28</b>	<b>34</b>	<b>45</b>	<b>54</b>
Total skatt	-1	-1	-3	-3	-6	-7	-9	-11
<b>Nettoresultat</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>43</b>
<b>Nettoresultat, justerad</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>10</b>	<b>22</b>	<b>27</b>	<b>36</b>	<b>43</b>
Intäktstillväxt	-	19%	10%	27%	39%	12%	25%	25%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBIT-marginal, justerad	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	22,4%	23,8%	22,5%
EPS, justerad	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,61	2,16	2,57
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	43%	>100%	20%	34%	19%

Källa: Upsales Technology, EPB

## Kassaflödesanalys

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EBIT	2	4	9	13	28	34	45	54
Övriga kassaflödesposter	7	9	9	7	5	2	3	1
Förändringar i rörelsekapital	-3	0	5	21	1	-5	-11	-12
<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>37</b>	<b>42</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>21</b>	<b>26</b>	<b>31</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>-6</b>	<b>6</b>	<b>10</b>
<b>Nettoskuld</b>	<b>16</b>	<b>-17</b>	<b>-35</b>	<b>-66</b>	<b>-64</b>	<b>-58</b>	<b>-64</b>	<b>-74</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>33</b>	<b>37</b>	<b>41</b>
Kundfordringar	17	20	19	22	27	38	48	60
Övriga omsättningstillgångar	3	4	3	5	7	7	7	7
Likvida medel och kortfristiga placeringar	9	17	35	66	64	58	64	74
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>30</b>	<b>40</b>	<b>57</b>	<b>94</b>	<b>98</b>	<b>103</b>	<b>119</b>	<b>141</b>
<b>SUMMA TILLGÅNGAR</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>74</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>136</b>	<b>156</b>	<b>182</b>
<b>EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>								
Eget kapital	-9	20	27	39	37	37	53	74
<b>Summa eget kapital</b>	<b>-9</b>	<b>20</b>	<b>27</b>	<b>39</b>	<b>37</b>	<b>37</b>	<b>53</b>	<b>74</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	15	19	24
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>99</b>	<b>103</b>	<b>108</b>
<b>SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER</b>	<b>56</b>	<b>63</b>	<b>74</b>	<b>116</b>	<b>124</b>	<b>136</b>	<b>156</b>	<b>182</b>

Källa: Upsales Technology, EPB

## Tillväxt och marginaler

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Intäkstillväxt	-	19%	10%	27%	39%	12%	25%	25%
EBITDA-tillväxt, justerad	-	19%	45%	8%	79%	22%	32%	15%
EBIT-tillväxt, justerad	-	54%	>100%	37%	>100%	19%	34%	19%
EPS-tillväxt, justerad	-	>100%	>100%	43%	>100%	20%	34%	19%
Bruttomarginal	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%	>100%
EBITDA-marginal	18,7%	18,6%	24,3%	21,3%	27,6%	28,7%	30,1%	27,5%
EBITDA-marginal, justerad	18,7%	18,6%	24,3%	21,3%	27,6%	28,7%	30,1%	27,5%
EBIT-marginal	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	22,4%	23,8%	22,5%
EBIT-marginal, justerad	4,2%	5,5%	12,2%	13,5%	22,1%	22,4%	23,8%	22,5%
Vinst-marginal, justerad	0,0%	4,0%	8,8%	10,2%	17,4%	17,7%	18,9%	17,9%

Källa: Upsales Technology, EPB

## Avkastning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
ROE, justerad	Neg.	48%	28%	29%	59%	73%	80%	68%
ROCE, justerad	Neg.	20%	39%	38%	76%	92%	>100%	85%
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%	87%	74%	60%
Rörelsekapital / totala intäkter	-31%	-26%	-32%	-49%	-38%	-34%	-25%	-17%
Kapitalomsättningshastighet	3,8x	3,6x	2,9x	2,6x	3,8x	4,3x	3,7x	3,3x

Källa: Upsales Technology, EPB

## Finansiell ställning

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Nettoskuld	16	-17	-35	-66	-64	-58	-64	-74
Soliditet	-16%	32%	37%	33%	29%	27%	34%	41%
Nettoskuldsättningsgrad	-1,8x	-0,8x	-1,3x	-1,7x	-1,8x	-1,6x	-1,2x	-1,0x
Nettoskuld / EBITDA	1,5x	-1,3x	-1,9x	-3,3x	-1,8x	-1,3x	-1,1x	-1,1x

Källa: Upsales Technology, EPB

## Aktiedata

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
EPS	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,61	2,16	2,57
EPS, justerad	0,00	0,17	0,40	0,57	1,35	1,61	2,16	2,57
FCF per aktie	0,13	0,39	1,13	1,74	1,34	1,24	1,57	1,89
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	2,00	2,00	1,20	1,30	1,30
Eget kapital per aktie	-0,58	1,22	1,63	2,33	2,21	2,21	3,17	4,44
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

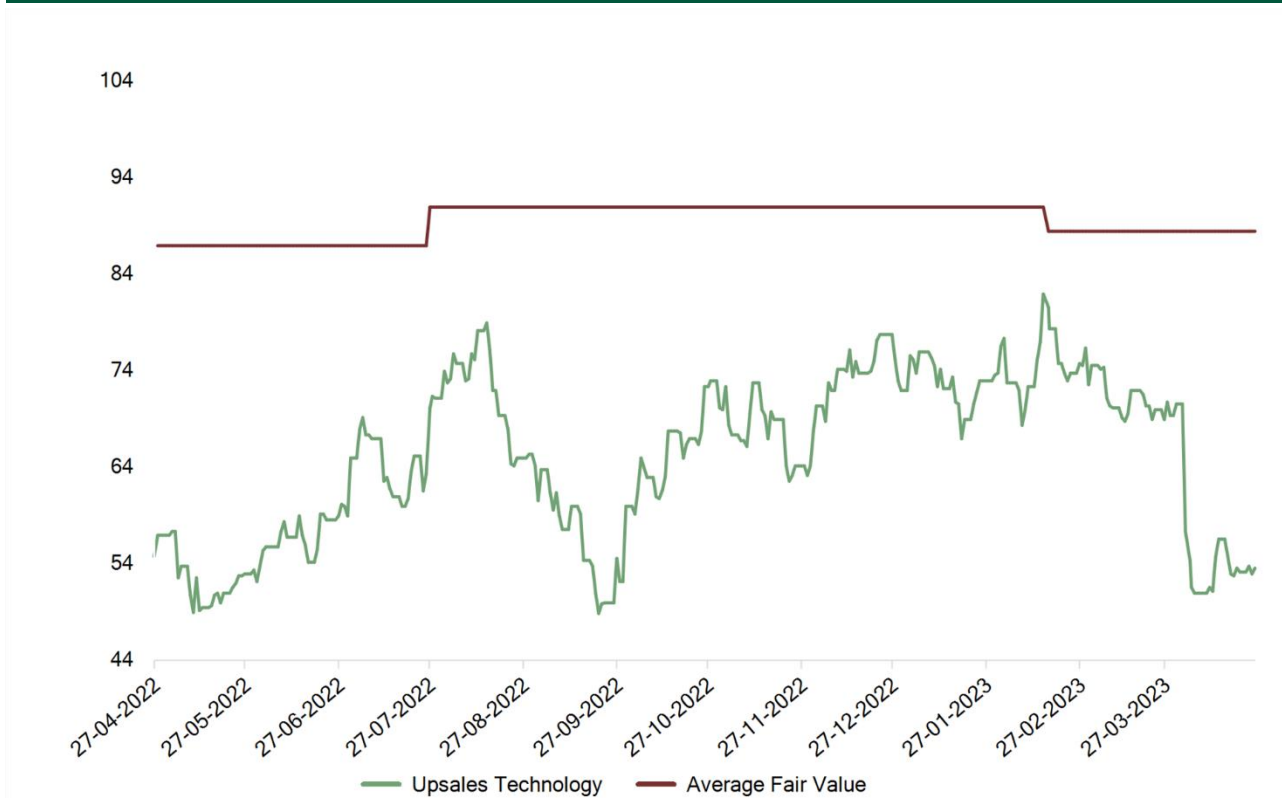
	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
P/E, justerad	Neg.	173,0x	148,0x	131,2x	53,5x	33,3x	24,8x	20,8x
P/EK	Neg.	24,2x	36,4x	32,3x	32,6x	24,3x	16,9x	12,1x
P/FCF	Neg.	75,7x	52,7x	43,2x	53,7x	43,4x	34,1x	28,3x
FCF-yield	Neg.	1%	2%	2%	2%	2%	3%	4%
Direktavkastning	Neg.	0,0%	0,0%	2,7%	2,8%	2,2%	2,4%	2,4%
Utdelningsandel, justerad	0,0%	0,0%	0,0%	>100%	>100%	74,5%	60,1%	50,6%
EV/Sales	Neg.	6,6x	12,0x	11,8x	8,1x	5,2x	4,2x	3,3x
EV/EBITDA, justerad	Neg.	37,6x	52,0x	59,7x	31,8x	18,8x	14,3x	12,4x
EV/EBIT, justerad	Neg.	128,1x	103,2x	93,8x	39,8x	24,1x	18,1x	15,2x
EV	Neg.	476	952	1 184	1 133	819	819	819
Aktiekurs	-	29,6	59,4	75,2	72,0	53,6	53,6	53,6

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)