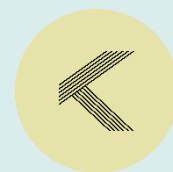


# Upsales Technology

## Rapportkommentar Q2'26



2026-07-23

Upsales redovisade rekordhög nettoomsättning och justerad EBITDAC i det andra kvartalet. Totala intäkter uppgick till 43,9 MSEK (40,9), varav nettoomsättningen uppgick till 41,4 MSEK (37,4), aktiverat arbete till 2,3 MSEK (3,2) och övriga rörelseintäkter till 0,1 MSEK (0,2). Lönsamheten, mätt som justerad EBITDAC, uppgick till 13,7 MSEK (5,3). De årligt återkommande intäkterna (ARR) uppgick till 154,0 MSEK (146,7), motsvarande en ökning om 5,0 % y/y och en ökning om 1,1 MSEK från Q1.

### Högsta nettoomsättningen någonsin

Upsales redovisade ytterligare ett starkt kvartal med den högsta nettoomsättningen i bolagets historia. Nettoomsättningen ökade med 10,8 % till 41,4 MSEK, medan det framåtblickande intäktsmålet ARR ökade med 5,0 % till 154,0 MSEK. Sekventiellt ökade ARR med 1,1 MSEK, vilket innebär en återgång till tillväxt efter den tillfälligt svaga utvecklingen i Q1. Ledningen beskriver nykunds försäljningen som fortsatt stabil, medan merförsäljningen till den befintliga kundbasen fortsatt påverkas av ett mer försiktigt investeringsklimat. Ett ökat behov av onboarding, integrationer och implementering av AI-lösningar bidrog till ökade konsultintäkter under kvartalet. Justerat för Aira och engångskostnader kopplade till avknoppningen uppgick EBITDA till 15,3 MSEK, motsvarande en proforma EBITDA-marginal om 37,0 %, vilket tydliggör den förbättrade underliggande lönsamheten.

### Värdeskapande avknoppning - Uppvärdering av Upsales släpar efter

Under kvartalet genomfördes avknoppningen av det internt utvecklade AI-native bolaget Aira. Avknoppningen av Aira blev värdeskapande för Upsales aktieägare. På X-dagen för utdelningen handlades Upsales börsvärde ned med cirka 48,8 MSEK, samtidigt som Aira värderades till cirka 109,5 MSEK efter den första handelsdagen. Efter avknoppningen står Upsales med en betydligt effektivare kostnadsbas, där kostnaderna för uppbyggnaden av Aira inte längre belastar koncernens resultat. Detta återspeglas i bolagets proforma EBITDA-marginal om 37,0 %, parallellt med att ledningen kommunicerat förväntningar om lägre churn och en accelererande ARR-tillväxt under det andra halvåret 2026. Trots den förbättrade underliggande intjäningsförmågan och de stärkta framtidsutsikterna bedömer vi att marknaden inte prisar in dessa förbättrade förutsättningar.

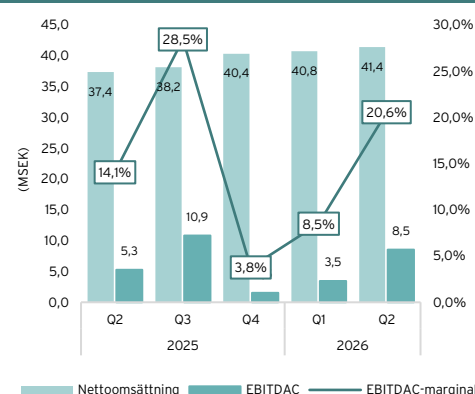
### Outlook

Efter kvartalet har vi valt att revidera våra estimat för 2026-2027. Nettoomsättningen sänks med 0-3 % 26/27, medan EBITDAC höjs med 0-6 % 26/27 (se sida 11). Intäktsrevideringarna motiveras av ett lägre ARR-inflöde under första halvåret än vi tidigare estimerat. De högre marginalestimaten speglar en lägre underliggande kostnadsbas än tidigare prognostiserat. Givet bolagets starka inledning på året samt ledningens förväntningar om en accelererande ARR-tillväxt under det andra halvåret bedömer vi att Upsales har goda förutsättningar att fortsätta överträffa sin finansiella målsättning under 2026. Vi ser även positivt på att Johan Kallblad tillträder som ny vd, då hans dokumenterade erfarenhet stärker vår tilltro till bolagets långsiktiga marginalpotential. På våra reviderade estimat handlas Upsales till EV/EBITDAC 9,6x/6,0x på 26/27, vilket är den lägsta värderingen bland våra jämförelsebolag. Motsvarande multiplar för jämförelsebolagen uppgår till 20,7x/12,5x på 26/27, vilket innebär en betydande värderingsrabatt för Upsales. Vi anser att Upsales rabatt är omotiverad givet dess attraktiva lönsamhetsutsikter, höga andel återkommande intäkter och bolagets nya vd med betydande erfarenhet inom sektorn. Baserat på en EBITDAC-multiplikel om 14x, en multiplikel vi anser är motiverad om bolaget exekverar enligt våra estimat, ser vi en uppsida om 105,1 % på 2027E.

| (MSEK)                  | 2023          | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Nettoomsättning</b>  | <b>145,2</b>  | <b>144,8</b>  | <b>152,0</b>  | <b>167,3</b>  | <b>181,0</b>  |
| Tillväxt y-o-y          | 12,1%         | -0,3%         | 5,0%          | 10,0%         | 8,2%          |
| Aktiverat arbete        | 6,9           | 7,1           | 17,1          | 9,4           | 7,1           |
| <b>Summa intäkter</b>   | <b>152,7</b>  | <b>152,1</b>  | <b>169,4</b>  | <b>177,0</b>  | <b>188,3</b>  |
| EV/S                    | 4,3           | 3,8           | 2,9           | 2,7           | 2,5           |
| <b>Rörelsekostnader</b> | <b>-110,0</b> | <b>-120,3</b> | <b>-130,8</b> | <b>-123,3</b> | <b>-118,6</b> |
| <b>EBITDAC</b>          | <b>35,7</b>   | <b>24,7</b>   | <b>21,5</b>   | <b>44,3</b>   | <b>62,6</b>   |
| EBITDAC-marginal        | 24,6%         | 17,1%         | 14,2%         | 26,5%         | 34,6%         |
| Tillväxt y-o-y          | 21,6%         | -30,7%        | -12,9%        | 105,7%        | 41,4%         |
| EV/EBITDAC              | 17,4          | 22,4          | 20,7          | 9,6           | 6,0           |
| <b>EBIT</b>             | <b>34,4</b>   | <b>23,0</b>   | <b>28,2</b>   | <b>42,1</b>   | <b>61,7</b>   |
| EBIT-marginal           | 23,7%         | 15,9%         | 18,6%         | 25,1%         | 34,1%         |
| Tillväxt y-o-y          | 20,7%         | -33,1%        | 22,8%         | 49,1%         | 46,7%         |
| EV/EBIT                 | 18,1          | 24,2          | 15,8          | 10,1          | 7,2           |

|                         |                |
|-------------------------|----------------|
| VD (avgående)           | Daniel Wikberg |
| Lista                   | First North    |
| Ticker                  | UPSALE         |
| Aktiekurs (SEK)         | 28,4           |
| Antal aktier (Miljoner) | 16,8           |
| Börsvärde (MSEK)        | 478,2          |
| Nettokassa (MSEK)       | 32,5           |
| EV (MSEK)               | 445,7          |
| Insiderägende           | 11,7%          |
| Nästa rapport           | 2026-10-21     |

### Kvartalsutveckling

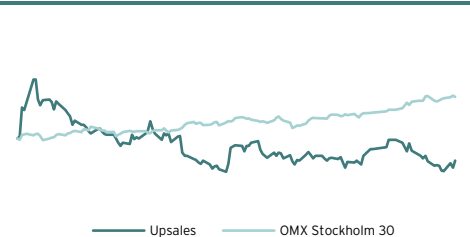


### Analytiker

Albin Eriksson

[albin@kalqyl.se](mailto:albin@kalqyl.se)

### Kursutveckling 12 månader



| Kursutveckling % | 1 m   | 3 m  | 12m   |
|------------------|-------|------|-------|
| Upsales          | +19,8 | +3,3 | -15,5 |

## Upsales Technology i korthet

Upsales Technology är ett svenskt SaaS-bolag som utvecklar och säljer en webbaserad sälj- och marknadsplattform för B2B-företag. Bolaget grundades 2003 av huvudägare Daniel Wikberg och har varit noterat på Nasdaq First North Growth Market sedan 2019. Plattformen riktar sig huvudsakligen till små och medelstora företag med komplexa säljorganisationer och används för att effektivisera hela säljprocessen, från leadgenerering och kundhantering till uppföljning och analys. Upsales kombinerar CRM, marknadsföringsverktyg, AI-funktionalitet och datadriven analys i en helhetslösning, vilket hjälper kunder att identifiera affärsmöjligheter och öka försäljningen genom effektivare arbetsprocesser.



### Verksamhet

Utveckling och försäljning



### Produkter

CRM-system & AI-funktionalitet



### Kundsegment

B2B



### Försäljningsmarknad

Norden & Europa

## Investeringscase

### Skalbar affärsmodell med hög andel återkommande intäkter

Upsales har en lång historik av lönsam tillväxt, drivet av en skalbar affärsmodell med hög andel återkommande intäkter. Omkring 95 % av nettoomsättningen utgörs av abonnemangsbaserade licensintäkter, vilket ger hög förutsägbarhet i intjäningen, minskar säsongsvariationer och skapar goda förutsättningar för uthållig lönsamhet.

### Upsales AI ökar kundvärdet och ny prismodell tydliggör detta

Lanseringen av Upsales AI är en av de största produktinvesteringarna i bolagets historia och ökar kundvärdet genom förbättrad effektivitet, automatisering och djupare datadrivna insikter. Den nya prismodellen Accelerate tydliggör värdet för kund, paketerar erbjudandet på ett mer skalbart sätt och förenklar försäljningsarbetet för säljorganisationen.

### Betydande tillväxtpotential med befintliga och nya kunder

Upsales bedömer att bolaget har en försäljningspotential på cirka 500 MSEK i ARR inom den befintliga kundbasen. Bolaget uppskattar att dess marknadsandel i Sverige uppgår till cirka 3-5 %. Detta indikerar en betydande långsiktig tillväxtpotential med stora möjligheter att expandera både inom befintliga kundrelationer och genom nykundsförsäljning.

### Förstärkt säljorganisation och uppdaterad go-to-market-strategi

Tillväxtpotentialen väntas realiseras genom lanseringen av Upsales AI, den nya prismodellen Accelerate, ett förstärkt säljteam samt en uppdaterad go-to-market-strategi med fokus på större kunder. Strategiförändringen innebär att säljorganisationen nu även inriktar sig mot större affärer med högre genomsnittlig intäkt per kund (ARPC) och mer långsiktiga kundrelationer.

### Attraktiv värdering i relation till framtidsutsikterna

Upsales värdering är på historiskt låga nivåer, trots goda förutsättningar att återgå till tidigare tillväxttakt. Historiskt har Upsales adderat cirka 8-9 MSEK i ARR per kvartal, och bolaget bedömer att denna nivå fortsatt är möjlig, med potential att på sikt överträffas. Vi anser att marknaden underskattar Upsales tillväxtpotential och effekten av de nya tillväxtdrivarna.

## Motargument

### Implementeringsrisk i AI-satsningen

Lanseringen av Upsales AI är en central tillväxt drivare, men kommersiell framgång är beroende av kundernas faktiska vilja att betala för och implementera AI-funktionaliteten i sina säljprocesser.

### Konkurrens från större aktörer

Marknaden för CRM- och säljplattformar är konkurrensutsatt, med aktörer som Salesforce, HubSpot, Pipedrive och Microsoft. Dessa aktörer har större resurser och kan pressa priser eller lansera liknande AI-funktioner.

### Längre säljcykler i ny strategi

Upsales skifte mot större kunder innebär mer komplexa affärer med längre säljcykler, vilket kan leda till ojämn tillväxt mellan kvartalen och fördröjd intäktseffekt.

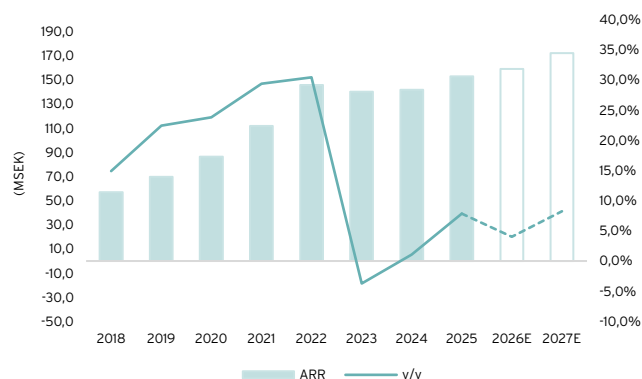
### Hög kostnadsnivå i tillväxtfas

Bolaget prioriterar tillväxt och investeringar framför kortsiktig lönsamhet. Om dessa satsningar inte ger önskat genomslag kan marginalexpansionen dröja längre än förväntat.

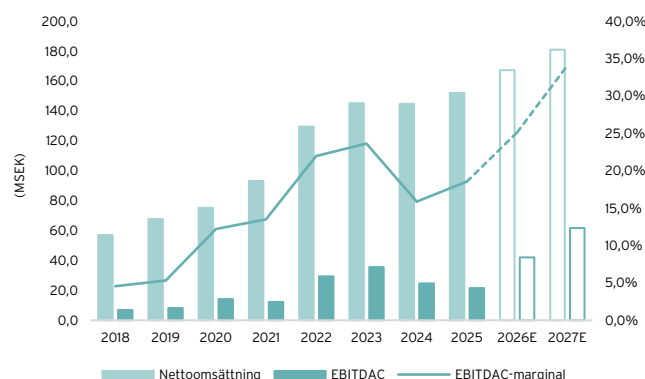
### Grundaren lämnar den operativa verksamheten

Övergången från ett grundarlett bolag till en ny operativ ledning innebär en naturlig genomföranderisk. Det återstår att se hur väl den nya ledningen lyckas upprätthålla bolagets historiska utveckling och företagskultur.

## ARR estimat, helår



## Nettoomsättning och EBITDAC estimat, helår

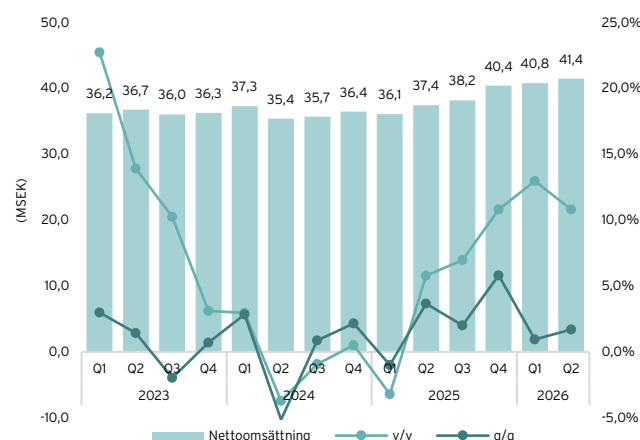


## Ett rekordkvartal som stärker investeringstesen

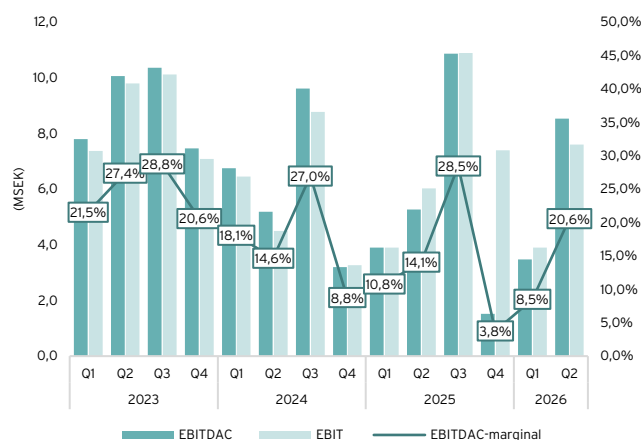
Totala intäkter uppgick till 43,9 MSEK (40,9) i kvartalet, motsvarande en ökning om 7,4 %. Nettoomsättningen uppgick till 41,4 MSEK (37,4), medan aktiverat arbete och övriga intäkter uppgick till 2,3 MSEK (3,2) respektive 0,1 MSEK (0,2). Den positiva utvecklingen stöds av ett starkt försäljningsmomentum under 2025 samt ökade konsultintäkter kopplade till implementering av AI-lösningar och relaterade användningsområden. Ledningen beskriver nykunds försäljningen som fortsatt stark, med ett brett inflöde av nya kunder till plattformen, medan merförsäljningen till den befintliga kundbasen fortsatt påverkas av ett mer försiktigt investeringsklimat.

Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDA - Capex (EBITDAC) uppgick under kvartalet till 10,9 MSEK (5,3), vilket gynnades av minskade kostnader relaterade till Aira samt kostnader kopplade till omstruktureringen inom produktteamet. Under kvartalet delade Upsales ut det internt utvecklade AI-bolaget Aira. Justerat för Aira-relaterade kostnader uppgick EBITDAC till hela 13,7 MSEK, en marginal om 33,2 %. Justerad EBIT uppgick under kvartalet till 12,3 MSEK (6,0), en marginal om 29,6 % (16,1).

Nettoomsättning, kvartal



EBITDAC och EBIT, kvartal



## Utfall vs estimat

Rapporten inkom starkare än väntat på alla plan, bortsett från ARR-utvecklingen som var något svagare än våra förväntningar.

Nettoomsättningen inkom högre än vi väntat oss, primärt drivet av högre konsultintäkter än vi estimerat. Enligt ledningen drevs ökningen huvudsakligen av onboarding, integrationer och implementering av AI-lösningar i kundernas verksamheter. Bolaget ser dessa insatser som ett sätt att öka produktadoptionen, stärka kundnyttan och på sikt bidra till högre ARR och lägre churn. Lönsamheten, mätt som EBITDA och EBIT, inkom högre än våra estimat drivet av lägre övriga externa kostnader än vi estimerat. Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDAC, som vi använder som primärt lönsamhetsmätt, inkom också över våra förväntningar med +2,4 MSEK.

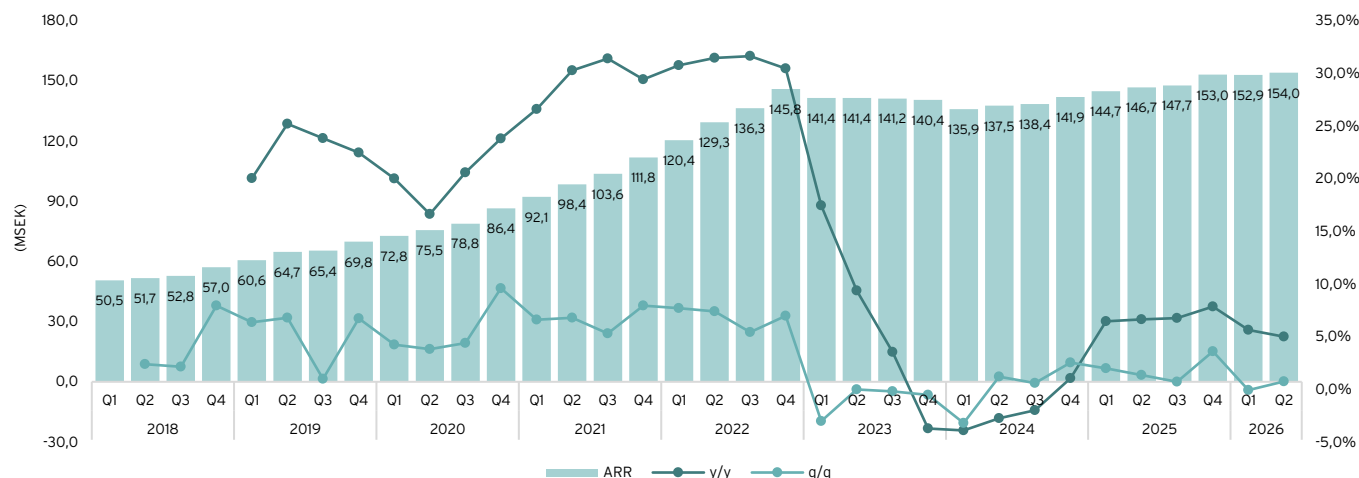
Utfall vs estimat Q2'26

| (MSEK)                              | Q2'25A       | Q3'25A       | Q4'25A       | Q1'26A       | Q2'26A       | Proforma Q2'26A | Q2'26E       | Diff.         |
|-------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|---------------|
| <b>Årligt återkommande intäkter</b> | <b>146,7</b> | <b>147,7</b> | <b>153,0</b> | <b>152,9</b> | <b>154,0</b> | <b>154,0</b>    | <b>158,6</b> | <b>-4,5</b>   |
| <i>Sekventiell addering</i>         | <i>2,0</i>   | <i>1,0</i>   | <i>5,3</i>   | <i>-0,1</i>  | <i>1,1</i>   | <i>1,1</i>      | <i>5,7</i>   | <i>-4,5</i>   |
| <b>Nettoomsättning</b>              | <b>37,4</b>  | <b>38,2</b>  | <b>40,4</b>  | <b>40,8</b>  | <b>41,4</b>  | <b>41,4</b>     | <b>40,9</b>  | <b>+0,5</b>   |
| Aktiverat arbete för egen räkning   | 3,2          | 2,5          | 8,9          | 3,7          | 2,3          | 1,6             | 2,0          | -0,4          |
| Övriga intäkter                     | 0,2          | 0,1          | 0,0          | 0,0          | 0,1          | 0,1             | 0,0          | +0,0          |
| <b>Totala intäkter</b>              | <b>40,9</b>  | <b>40,8</b>  | <b>49,2</b>  | <b>44,5</b>  | <b>43,9</b>  | <b>43,1</b>     | <b>42,9</b>  | <b>+0,2</b>   |
| Övriga externa                      | -14,5        | -12,8        | -20,4        | -18,4        | -16,3        | -12,3           | -14,4        | +2,1          |
| Personalkostnader                   | -17,9        | -14,5        | -18,4        | -18,9        | -16,6        | -15,5           | -15,2        | -0,3          |
| Övriga rörelsekostnader             | -0,1         | 0,0          | -0,1         | 0,0          | 0,0          | 0,0             | -0,1         | +0,1          |
| <b>Totala kostnader</b>             | <b>-32,4</b> | <b>-27,4</b> | <b>-38,9</b> | <b>-37,3</b> | <b>-33,0</b> | <b>-27,8</b>    | <b>-29,7</b> | <b>+1,9</b>   |
| <b>EBITDA</b>                       | <b>8,5</b>   | <b>13,4</b>  | <b>10,4</b>  | <b>7,2</b>   | <b>10,9</b>  | <b>15,3</b>     | <b>13,3</b>  | <b>+2,1</b>   |
| <i>EBITDA-marginal</i>              | <i>22,8%</i> | <i>35,1%</i> | <i>25,7%</i> | <i>17,6%</i> | <i>26,2%</i> | <i>37,0%</i>    | <i>32,4%</i> | <i>+4,5pp</i> |
| Av- och nedskrivningar              | -2,5         | -2,5         | -3,0         | -3,3         | -3,3         | -3,1            | -2,7         | -0,4          |
| <b>EBIT</b>                         | <b>6,0</b>   | <b>10,9</b>  | <b>7,4</b>   | <b>3,9</b>   | <b>7,6</b>   | <b>12,3</b>     | <b>10,6</b>  | <b>+1,7</b>   |
| <i>EBIT-marginal</i>                | <i>16,1%</i> | <i>28,5%</i> | <i>18,3%</i> | <i>9,6%</i>  | <i>18,3%</i> | <i>29,6%</i>    | <i>25,8%</i> | <i>+3,7pp</i> |
| <b>EBITDAC</b>                      | <b>5,3</b>   | <b>10,9</b>  | <b>1,5</b>   | <b>3,5</b>   | <b>8,5</b>   | <b>13,7</b>     | <b>11,3</b>  | <b>+2,4</b>   |
| <i>EBITDAC-marginal</i>             | <i>14,1%</i> | <i>28,5%</i> | <i>3,8%</i>  | <i>8,5%</i>  | <i>20,6%</i> | <i>33,2%</i>    | <i>27,6%</i> | <i>+5,5pp</i> |

## Nysälj fortsatt starkt - expansionen i befintlig kundbas utvecklas försiktigare

Under Q2'26 uppgick Upsales ARR till 154,0 MSEK (146,7), motsvarande en ökning om 5,0 % (6,6) y/y. Sekventiellt ökade bolagets ARR med 1,1 MSEK (2,0), motsvarande en tillväxt om 0,7 % (1,4). Ledningen beskriver nykundsförsäljningen som fortsatt stabil, medan merförsäljningen till den befintliga kundbasen utvecklades fortsatt svagt till följd av ett mer försiktigt investeringsklimat och högre avkastningskrav hos kunderna. Samtidigt framhåller bolaget ett växande intresse för AI-lösningarna, där fler kunder efterfrågar stöd vid implementering och användning av AI i sina intäktssprocesser. Detta bidrog till en högre andel tjänsteintäkter under kvartalet, vilka enligt bolaget främst avser onboarding, integrationer och AI-relaterade implementeringsprojekt. Ledningen betonar att satsningen syftar till att öka produktadoptionen, stärka retentionen och skapa förutsättningar för högre ARR-tillväxt över tid. Vid utgången av kvartalet beskriver bolaget dessutom churnen som lägre inför det andra halvåret, vilket väntas stödja en successivt accelererande ARR-utveckling under det andra halvåret.

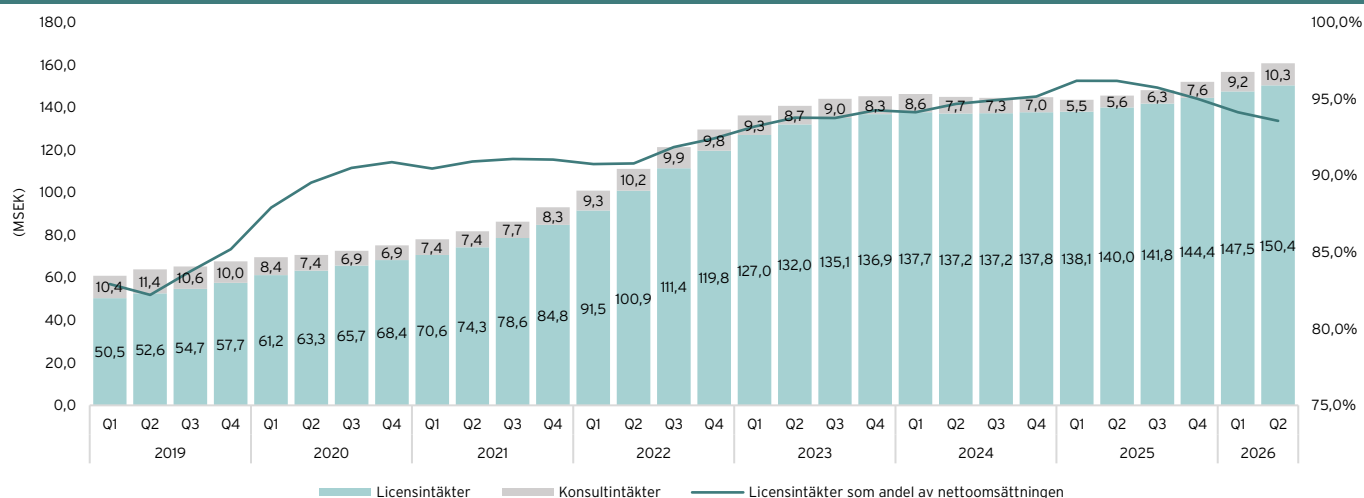
### ARR, 2018-2026



## Högsta nettoomsättningen någonsin

Upsales redovisade en rekordhög nettoomsättning i Q2'26 trots en relativt begränsad sekventiell ARR-tillväxt. Den starka omsättningsutvecklingen förklaras dels av den ARR-tillväxt som byggts upp under tidigare kvartal, vilket innebär att nettoomsättningen successivt kommer ikapp den underliggande abonnemangstillväxten, samt på grund av en högre andel konsultintäkter under kvartalet. Enligt ledningen drivs dessa främst av ett ökat behov av onboarding, integrationer och implementering av AI-lösningar, i takt med att fler kunder vill använda AI i sina intäktssprocesser. Bolaget framhåller att konsultintäkterna inte är ett skifte mot konsultverksamhet, utan syftar till att öka produktadoptionen, stärka kundnyttan och på sikt bidra till högre ARR, förbättrad retention och lägre churn.

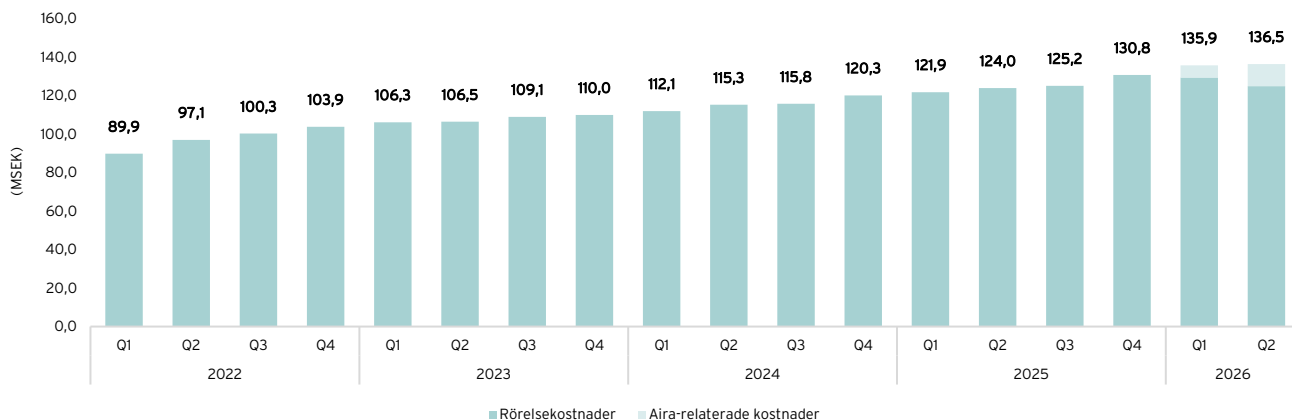
### Fördelning nettoomsättning, R12



## Kostnadsbasen har ökat tillfälligt till följd av Aira - nu minskar kostnadsbasen

Sedan hösten 2024 har Upsales fokuserat på att utveckla och kommersialisera AI-bolaget Aira. Detta har medfört att kostnaderna relaterade till Aira tillfälligt har belastat Upsales operativa kostnadsbas. I samband med att bolaget närmat sig lanseringen av Aira har bolaget utfört större marknadsföringsinsatser, bland annat genom den globala lanseringsturnén Aira World Tour. Detta har gjorts i syfte att knyta sig an affiliate-partners samt marknadsföra produkten mot globala potentiella användare. I samband med avknoppningen av Aira, väntas kostnadsbasen normaliseras mot historiska nivåer, i takt med att kostnader istället belastar det utdelade bolaget.

### Rörelsekostnader, R12



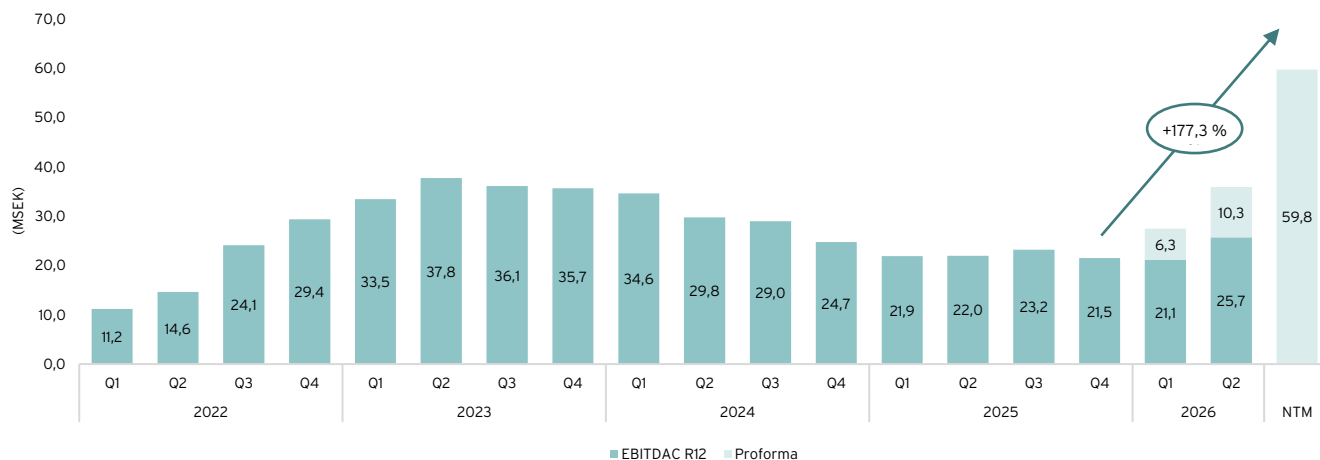
## Avknoppningen och interna effektiviseringsåtgärder väntas fortsätta stärka lönsamheten

I december meddelade Upsales att bolaget, genom att nyttja AI i den interna organisationen, genomfört omfattande effektiviseringar som möjliggjort en minskning av personalstyrkan utan att sänka utvecklingstakt eller kundvärde. Enligt ledningen har AI-verktyg implementerats, primärt för produktutvecklingen, vilket ökat produktiviteten per anställd avsevärt.

Syftet med nedskärningarna är inte kostnadsbesparingar, utan snarare att höja output och skapa en mer skalbar organisation. Effekten är dock en mer flexibel kostnadsstruktur och förbättrad operativ hävstång. Bolaget betonar att AI förändrar arbetssätt snarare än enbart adderar viss funktionalitet, där bredare och mer tvärfunktionella roller ersätter tidigare mer avgränsade specialistroller.

De genomförda effektiviseringarna har redan förbättrat kostnadsbasen och tillsammans med avknoppningen av Aira, väntas de bidra till en väsentligt högre lönsamhet framgent. Vi uppskattar att bolagets proforma-lönsamhet de kommande tolv månaderna kommer att vara omkring 180 % högre än vid utgången av 2025.

### EBITDAC väntas stärkas avsevärt framåt

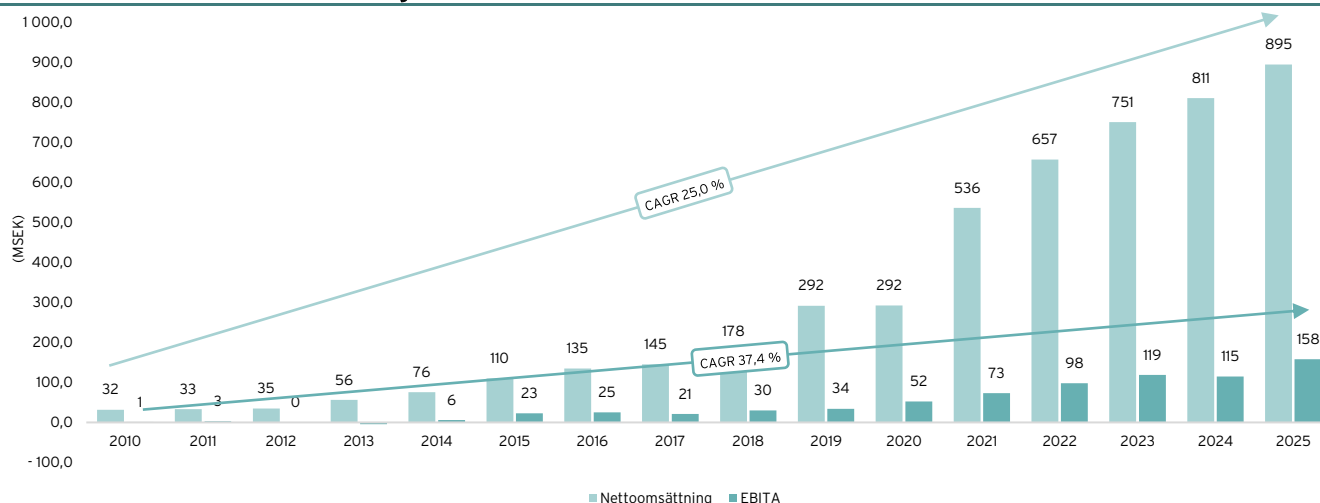


## Johan Kallblad ny vd - betydande erfarenhet från Exsitec

I slutet av maj meddelade Upsales att bolagets grundare och vd Daniel Wikberg lämnar rollen som vd för att fokusera på det avknoppade AI-bolaget Aira. Samtidigt utsåg styrelsen Johan Kallblad till ny vd. Johan tillför omfattande erfarenhet från mjukvarusektorn och har bland annat styrelseuppdrag i Carasent, Gung Group, Precio Fishbone och Exsitec. Framför allt var han vd för Exsitec under perioden 2010-2025, där bolaget utvecklades från cirka 30 till 650 medarbetare och över 5 500 kunder i Norden. Under samma period växte Exsitecs nettoomsättning med en CAGR om 25,0 %, samtidigt som EBITA ökade med en CAGR om 37,4 %. Johan har följt Upsales under en längre tid efter att Exsitec implementerade bolagets CRM-plattform redan 2011. Efter att ha lämnat rollen som vd för Exsitec under 2025 ökade hans fokus på investeringar i noterade mjukvarubolag, där Upsales blev ett av innehaven. När Daniel Wikberg valde att rikta sitt fokus på Aira uppstod en möjlighet för Johan att ta över ledarskapet i ett bolag vars produkt och marknadsposition han redan hade god kännedom om.

Vi ser mycket positivt på rekryteringen. Johan har dokumenterad erfarenhet av att bygga lönsamma och snabbväxande SaaS-bolag med fokus på förutsägbar kontinuerlig tillväxt, kostnadsdisciplin och effektiv kapitalallokering. Enligt Johan själv är ambitionen att skapa en successiv förbättring av verksamheten kvartal för kvartal, samtidigt som ett starkt kassaflöde ska möjliggöra ett fortsatt högt aktieägarvärde.

### Exsitec finansiell historik under ledning av Johan Kallblad



## Stort skifte på ägarlistan efter vd-byte

I samband med att Upsales meddelade att Johan Kallblad tillträder som vd offentliggjorde även avgående vd Daniel Wikberg sin avsikt att sälja en betydande del av sitt aktieinnehav. Wikberg avyttrade 5,6 miljoner aktier till ett pris om 25 SEK per aktie, motsvarande en rabatt om cirka 10 % jämfört med föregående dags stängningskurs. Efter transaktionen kvarstår Wikberg som en av bolagets största ägare med ett innehav om 10,5 % av aktierna samt fortsätter som styrelseledamot. Vi ser positivt på att transaktionen genomfördes med ett relativt begränsad rabatt och att den möttes av ett starkt institutionellt intresse. En bredare institutionell ägarbas, i kombination med Johan Kallblads starka meritlista från Exsitec, bedömer vi kan öka marknadens intresse för Upsales långsiktiga strategi, dess kapitalallokering och förmåga att leverera förutsägbar lönsam tillväxt.

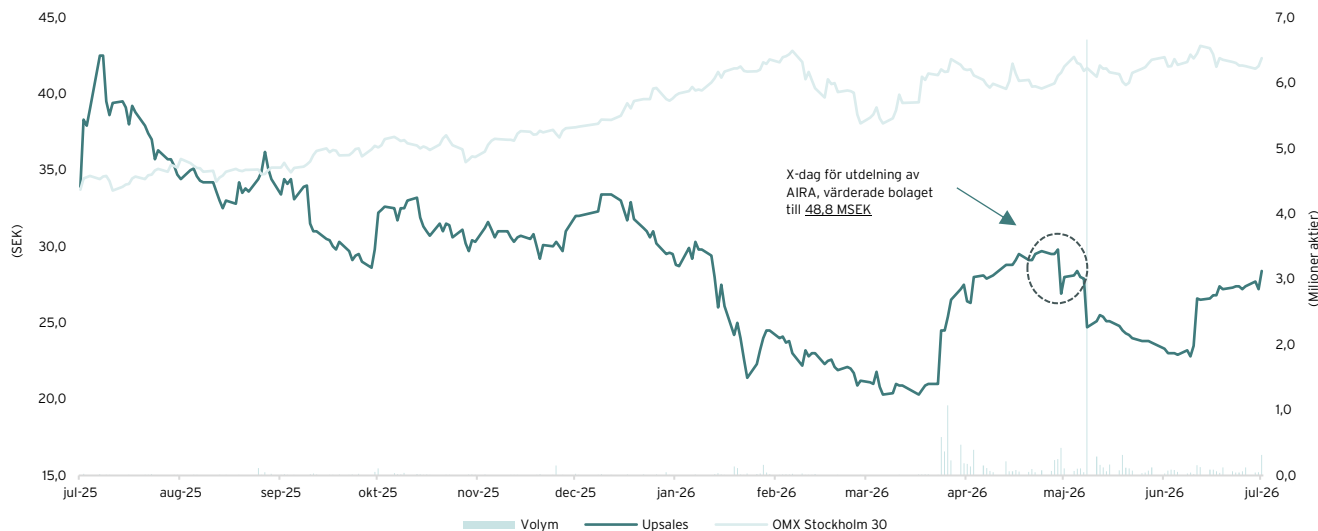
| Ägare                                                                                                 | Antal aktier (m) | Kapital |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------|---------|
| 1. Avanza Pension                                                                                     | 3,4              | 20,3%   |
| 2. Daniel Wikberg  | 1,8              | 10,5%   |
| 3. Nordea Funds                                                                                       | 1,0              | 6,1%    |
| 4. Herald Investment Management                                                                       | 1,0              | 5,9%    |
| 5. Cicero Fonder                                                                                      | 0,7              | 4,0%    |
| 6. Nordnet Pensionsförsäkring                                                                         | 0,6              | 3,4%    |
| 7. Schroders                                                                                          | 0,5              | 3,0%    |
| 8. JCE Group                                                                                          | 0,4              | 2,4%    |
| 9. Consensus Asset Management                                                                         | 0,4              | 2,4%    |
| 10. Movestic Livförsäkring AB                                                                         | 0,4              | 2,3%    |
| 11. Anders Julin AB                                                                                   | 0,3              | 1,7%    |
| 12. John Löfström                                                                                     | 0,2              | 1,5%    |
| 13. Erik Lindbärg                                                                                     | 0,2              | 1,2%    |
| 14. Amir Omed                                                                                         | 0,2              | 1,0%    |
| 15. Swedbank Försäkring                                                                               | 0,2              | 1,0%    |

Källa: Holdings

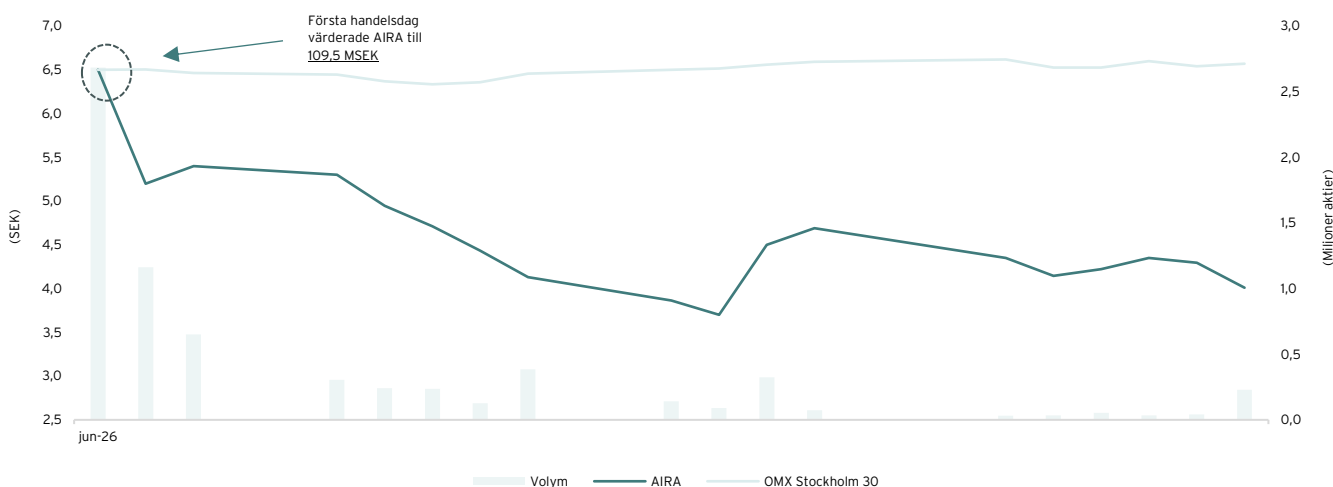
## Värdeskapande avknoppning av Aira - Uppvärdering av Upsales släpar efter

På avstämningsdagen för utdelningen av Aira (X-dagen) minskade Upsales börsvärde med cirka 48,8 MSEK, vilket ger en indikation på marknadens initiala värdering av den avknoppade verksamheten. Efter att Aira presenterat sin strategi och finansiella målsättning i samband med sårnoteringen ökade investerarintresset, och bolaget värderades till 109,5 MSEK vid utgången av den första handelsdagen. Avknoppningen realiserade därmed ett betydande värde för Upsales aktieägare. Upsales står nu med en renare kostnadsstruktur där Aira-relaterade utvecklingskostnader inte längre belastar resultaträkningen. Vi bedömer att marknaden ännu inte fullt ut reflekterat den förbättrade underliggande lönsamheten och de högre marginalerna. Om bolaget levererar i linje med eller överträffar den kommunicerade guidningen bedömer vi att förutsättningarna för en uppvärdering av aktien är goda.

### Upsales Technology aktiekursutveckling 1 år



### AIRA aktiekursutveckling sedan notering



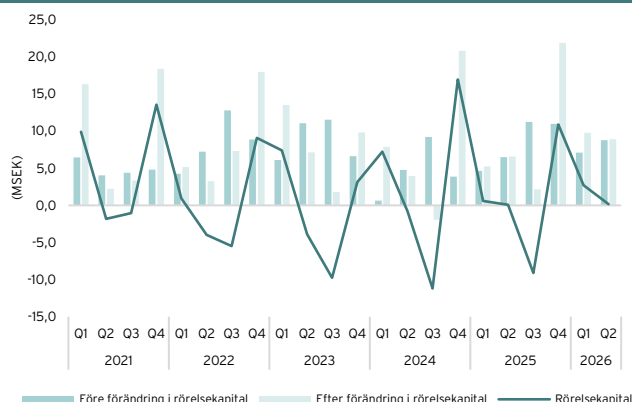
## Stark balansräkning och stabil kassagenerering

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 8,8 MSEK (6,5). Förändringar i rörelsekapital påverkade kassaflödet positivt och uppgick till 0,2 MSEK (0,1), vilket innebär att kassaflödet från den löpande verksamheten efter rörelsekapital uppgick till 8,9 MSEK (6,6).

Kassaflödet från investeringsverksamheten uppgick till -2,3 MSEK (-3,6). Det fria kassaflödet uppgick därmed till 6,6 MSEK (3,0). Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingskuld) uppgick till 6,4 MSEK (2,9).

Kassaflödet från finansieringsverksamheten uppgick till -16,9 MSEK (-25,9), primärt drivet av utdelningen av Aira. I jämförelsekvartalet betalades en kontantutdelning ut, vilket detta kvartal ersattes av Aira-avknoppningen. Periodens totala kassaflöde uppgick därmed till -10,4 MSEK (-22,9), vilket resulterade i en kassa om 32,5 MSEK (24,1) vid kvartalets slut.

### Kassaflöde från den löpande verksamheten



### Justerat fritt kassaflöde och kassakonvertering, R12



Vid utgången av Q2'26 uppgick Upsales totala tillgångar till 85,5 MSEK, varav 26,2 MSEK utgjordes av aktiverade utvecklingsutgifter, 6,7 MSEK av förutbetalda kostnader och upplupna intäkter, och 32,5 MSEK av kassa och likvida medel. Bolaget har inga räntebärande skulder, vilket innebär en nettokassa på 32,5 MSEK och en stark finansiell flexibilitet. På skuldsidan återfinns långfristiga leasingskulder om 2,5 MSEK, kortfristiga skulder om 79,0 MSEK, där majoriteten (72,2 MSEK) utgörs av förutbetalda intäkter från abonnemangsbaserade kunder eftersom Upsales till stor del fakturerar årsvis i förskott.

|                                |                              |                   |
|--------------------------------|------------------------------|-------------------|
| <b>Immateriella tillgångar</b> | <b>Materiella tillgångar</b> | <b>Soliditet</b>  |
| 30,6 % (26,2 MSEK)             | 8,7 % (7,4 MSEK)             | 4,6 %             |
| <b>Kassa</b>                   | <b>Räntebärande skulder</b>  | <b>Nettokassa</b> |
| 38,0 % (32,5 MSEK)             | 0,0 MSEK                     | 32,5 MSEK         |

## Värdering

## Key stats

|                 |            |                         |       |
|-----------------|------------|-------------------------|-------|
| Antal aktier    | 16 838 375 | Börsvärde (MSEK)        | 478,2 |
| Aktiekurs (SEK) | 28,4       | Nettokassa (MSEK)       | 32,5  |
|                 |            | Enterprise value (MSEK) | 445,7 |

## Rullande 12 månader

|                 |       |         |      |
|-----------------|-------|---------|------|
| Nettoomsättning | 160,7 | EV/S    | 2,6  |
| EBIT            | 29,8  | EV/EBIT | 14,0 |
| Vinst           | 22,9  | P/E     | 22,5 |
| FCF             | 20,9  | EV/FCF  | 20,0 |

Källa: Börsdata

## Historiskt snitt

|            | EV/S | EV/EBIT | P/E  | EV/FCF |
|------------|------|---------|------|--------|
| Snitt 3 år | 3,5  | 18,6    | 25,0 | 28,9   |
| Snitt 5 år | 5,9  | 35,8    | 48,7 | 36,2   |

Källa: Börsdata

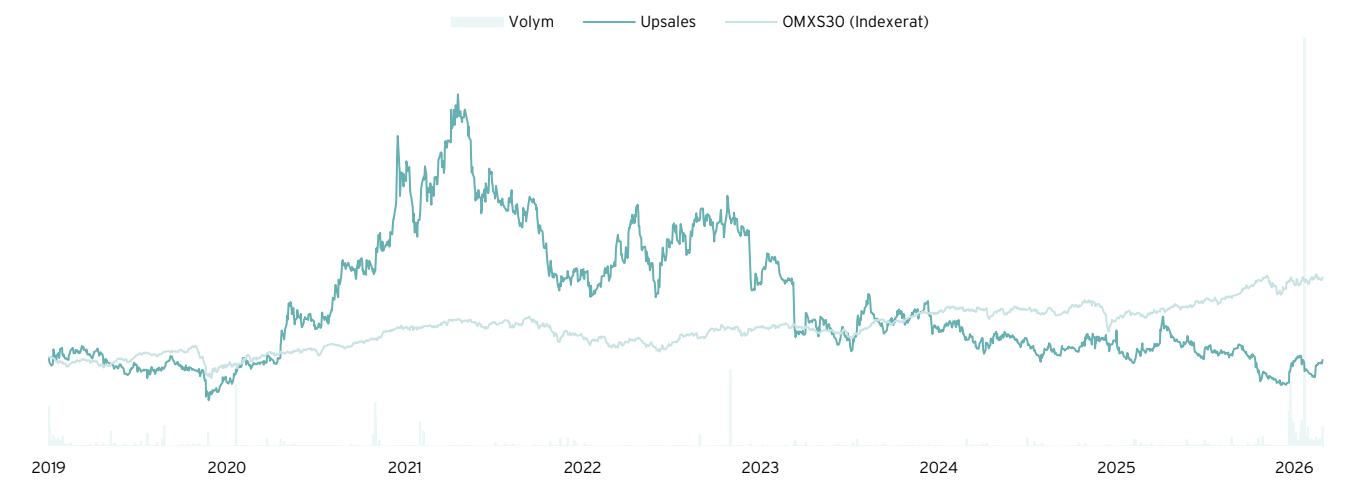
## Nyckeltal

| Bruttomarginal | EBITDA-marginal | EBIT-marginal | Vinstmarginal |
|----------------|-----------------|---------------|---------------|
| n/a            | 26,0 %          | 18,5 %        | 14,2 %        |
| OPCF-marginal  | FCF-marginal    | ROE           | ROIC          |
| 26,6 %         | 16,1 %          | 585,0 %       | -87,7 %       |

Källa: Börsdata

## Aktiekursutveckling

## Upsales jämfört med OMXS30, 2019-idag (indexerat)



## Peers

Internationella CRM-bolag värderas fortsatt till låga multiplar, i spåren av den ökade AI-oron och lanseringen av mer avancerade AI-modeller. De bakåtblickande medianmultiplarna i sektorn uppgår till EV/S 3,8x (4,2x, under vår senaste uppdatering), EV/EBITDA 15,4x (17,4x) samt EV/EBIT 20,0x (21,9x). Värderingsmultiplarna i sektorn har pressats betydligt under det senaste året, men Upsales framstår som lägst värderat jämfört med de internationella CRM-bolagen.

### Tydlig multipelkontraktion bland de noterade CRM-bolagen

| Bolag             | Marknad     | Börsvärde        | EV               | Nettoomsättning |             | EBITDA          |              | EBIT            |              | Lönsamhet    |              |              |
|-------------------|-------------|------------------|------------------|-----------------|-------------|-----------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                   |             |                  |                  | MSEK R12        | EV/S        | MSEK R12        | EV/EBITDA    | MSEK R12        | EV/EBIT      | EBITDA %     | EBIT %       | FCF %        |
| Freshworks Inc    | Nasdaq      | 3 063,7          | 2 323,2          | 871,2           | 2,7x        | 42,9            | 54,1x        | 15,6            | 149,3x       | 4,9%         | 1,8%         | 24,3%        |
| HubSpot Inc       | NYSE        | 11 482,9         | 10 039,2         | 3 298,1         | 3,0x        | 214,6           | 46,8x        | 66,9            | 150,2x       | 6,5%         | 2,0%         | 16,5%        |
| Lime Technologies | Mid Cap     | 2 835,4          | 2 939,9          | 773,8           | 3,8x        | 242,8           | 12,1x        | 159,1           | 18,5x        | 31,4%        | 20,6%        | 17,1%        |
| Microsoft Corp    | Nasdaq      | 2 955 282,0      | 2 934 020,0      | 318 273,0       | 9,2x        | 190 506,0       | 15,4x        | 148 957,0       | 19,7x        | 59,9%        | 46,8%        | 27,1%        |
| Salesforce Inc    | NYSE        | 157 645,6        | 187 692,6        | 42 829,0        | 4,4x        | 13 139,0        | 14,3x        | 9 366,0         | 20,0x        | 30,7%        | 21,9%        | 35,9%        |
| <b>Snitt</b>      |             | <b>626 061,9</b> | <b>627 403,0</b> | <b>73 209,0</b> | <b>4,6x</b> | <b>40 829,1</b> | <b>28,5x</b> | <b>31 712,9</b> | <b>71,5x</b> | <b>26,7%</b> | <b>18,6%</b> | <b>24,2%</b> |
| <b>Median</b>     |             | <b>11 482,9</b>  | <b>10 039,2</b>  | <b>3 298,1</b>  | <b>3,8x</b> | <b>242,8</b>    | <b>15,4x</b> | <b>159,1</b>    | <b>20,0x</b> | <b>30,7%</b> | <b>20,6%</b> | <b>24,3%</b> |
| Upsales           | First North | 478,2            | 445,7            | 160,7           | 2,8x        | 41,8            | 10,7x        | 29,8            | 15,8x        | 26,0%        | 18,5%        | 16,1%        |

Även den svenska mjukvarusektorn har värderats ned kraftigt under det senaste året. Upsales värderas på framåtblickande multiplar lägst i sektorn, trots en högre andel återkommande intäkter och betydligt starkare vinstutsikter. Givet bolagets attraktiva tillväxtutsikter och dess snabbfotade operativa förmåga bedömer vi att nuvarande värdering inte reflekterar kvaliteten i bolaget. En fortsatt stabil operativ leverans bör successivt motivera högre multiplar för Upsales.

### Upsales framstår som billigast i vår jämförelsegrupp

| Bolag             | Börsvärde     | EV            | EV/S        |             |             | EV/EBIT      |              |              | Nettoomsättning |              | EBITDA       |              | EBIT         |               |
|-------------------|---------------|---------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
|                   |               |               | R12         | 2026        | 2027        | R12          | 2026         | 2027         | MSEK R12        | Sy CAGR      | Marginal     | Sy CAGR      | Marginal     | Sy CAGR       |
| Avtech            | 267,7         | 230,6         | 4,7x        | 4,3x        | 3,4x        | 14,0x        | 11,0x        | 8,4x         | 48,7            | 32,8%        | 44,8%        | 66,6%        | 33,9%        | 69,0%         |
| Enea              | 1 091,4       | 1 325,8       | 1,5x        | 1,4x        | 1,3x        | 10,2x        | 10,8x        | 8,0x         | 891,6           | -1,8%        | 31,0%        | -5,9%        | 14,2%        | -10,1%        |
| Lasernet Group    | 867,7         | 829,4         | 4,9x        | 3,4x        | 3,1x        | neg.         | 24,4x        | 19,9x        | 321,4           | -7,4%        | 4,2%         | -37,0%       | -5,6%        | -176,5%       |
| Lime Technologies | 2 802,0       | 2 906,6       | 3,8x        | 3,6x        | 3,3x        | 18,3x        | 17,1x        | 14,5x        | 773,8           | 13,9%        | 31,4%        | 12,8%        | 20,6%        | 15,9%         |
| Micro Systemation | 1 618,1       | 1 546,1       | 3,0x        | 2,9x        | 2,5x        | 16,9x        | 18,0x        | 13,9x        | 510,9           | 8,9%         | 22,1%        | 14,8%        | 17,9%        | 15,6%         |
| Observit          | 400,1         | 375,4         | 6,2x        |             |             | ol.          |              |              | 60,3            | 37,5%        | 14,5%        | 27,2%        | 3,2%         | -6,0%         |
| Opter             | 438,0         | 402,3         | 4,0x        |             |             | 15,3x        |              |              | 101,1           | 12,6%        | 26,1%        | 24,3%        | 26,1%        | 24,6%         |
| Physitrack        | 140,2         | 183,1         | 1,1x        | 1,2x        | 1,0x        | neg.         | 27,1x        | 12,5x        | 15,1            | 14,4%        | -10,2%       | -209,0%      | -36,1%       | -255,5%       |
| Safeture          | 157,9         | 122,0         | 2,1x        | 1,9x        | 1,7x        | ol.          | 23,9x        | 12,2x        | 58,6            | 17,0%        | 15,3%        | 19,8%        | 2,7%         | 15,6%         |
| Truecaller        | 5 504,9       | 4 697,2       | 2,7x        | 2,8x        | 2,2x        | 13,0x        | 13,3x        | 7,9x         | 1 673,7         | 8,2%         | 25,0%        | 3,9%         | 21,0%        | 1,4%          |
| Vertiseit         | 1 910,0       | 2 220,2       | 3,2x        | 2,7x        | 2,3x        | ol.          | 40,9x        | 14,8x        | 701,0           | 39,9%        | 13,3%        | 40,3%        | 2,8%         | 32,9%         |
| <b>Snitt</b>      | <b>1381,6</b> | <b>1349,0</b> | <b>3,4x</b> | <b>2,7x</b> | <b>2,3x</b> | <b>14,6x</b> | <b>20,7x</b> | <b>12,5x</b> | <b>468,7</b>    | <b>16,0%</b> | <b>19,8%</b> | <b>-3,8%</b> | <b>9,2%</b>  | <b>-24,8%</b> |
| <b>Median</b>     | <b>867,7</b>  | <b>829,4</b>  | <b>3,2x</b> | <b>2,8x</b> | <b>2,3x</b> | <b>14,6x</b> | <b>18,0x</b> | <b>12,5x</b> | <b>321,4</b>    | <b>13,9%</b> | <b>22,1%</b> | <b>14,8%</b> | <b>14,2%</b> | <b>15,6%</b>  |
| Upsales           | 478,2         | 445,7         | 2,8x        | 2,7x        | 2,5x        | 15,8x        | 10,1x        | 7,2x         | 160,7           | 11,5%        | 26,0%        | 16,2%        | 18,5%        | 18,8%         |

Källa: Factset, Kalqyl Research

## Estimatrevideringar

Efter rapporten har vi valt att justera ned våra förväntningar avseende nettoomsättningen, men upp avseende lönsamheten. Estimatrevideringarna avseende nettoomsättningen baserar vi på ett lägre ARR-inflöde under det första halvåret 2026 än vi tidigare förväntat oss. En lägre ARR-tillväxt under det första halvåret 2026 innebär att tillväxten i licensintäkterna under de kommande tolv månaderna väntas utvecklas i en långsammare takt. Samtidigt utvecklas konsultintäkterna starkt, vilket enligt ledningen främst drivs av onboarding, integrationer och implementering av AI-lösningar. Dessa insatser kan successivt bidra till ökad produktadoption, högre ARR och lägre churn, vilket kan stärka den framtida intäktsutvecklingen.

Gällande lönsamheten har vi höjt våra förväntningar då bolagets underliggande lönsamhet visat sig vara högre än vi tidigare estimerat. Vi bedömer även att bolagets nya vd historiskt uppvisat en mycket god kostnadsdisciplin, en effekt vi bedömer kan ge ytterligare stöd åt marginalutvecklingen under 2027, om än detta inte ligger till grund för revideringarna.

### Estimatrevideringar

|                                   | Uppdaterade   |               | Tidigare      |               | Förändring (abs) |             | Förändring (%) |              |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|-------------|----------------|--------------|
|                                   | 2026E         | 2027E         | 2026E         | 2027E         | 2026E            | 2027E       | 2026E          | 2027E        |
| <b>Nettoomsättning</b>            | <b>167,3</b>  | <b>181,0</b>  | <b>167,9</b>  | <b>186,9</b>  | <b>-0,6</b>      | <b>-5,9</b> | <b>-0,4%</b>   | <b>-3,1%</b> |
| % y-o-y                           | 10,0%         | 8,2%          | 10,4%         | 11,3%         |                  |             | -0,4pp         | -3,1pp       |
| Aktiverat arbete för egen räkning | 9,4           | 7,1           | 9,7           | 7,2           | -0,3             | -0,1        | -2,9%          | -1,5%        |
| Övriga intäkter                   | 0,3           | 0,2           | 0,3           | 0,2           | 0,0              | 0,0         | 17,7%          | 0,0%         |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>177,0</b>  | <b>188,3</b>  | <b>177,8</b>  | <b>194,2</b>  | <b>-0,9</b>      | <b>-6,0</b> | <b>-0,5%</b>   | <b>-3,1%</b> |
| Övriga externa kostnader          | -59,5         | -53,9         | -59,5         | -58,9         | 0,1              | 5,0         | -0,1%          | -8,5%        |
| Personalkostnader                 | -63,6         | -64,3         | -63,5         | -68,9         | -0,1             | 4,6         | 0,2%           | -6,7%        |
| <b>Rörelsekostnader</b>           | <b>-123,3</b> | <b>-118,6</b> | <b>-123,3</b> | <b>-128,2</b> | <b>0,0</b>       | <b>9,6</b>  | <b>0,0%</b>    | <b>-7,5%</b> |
| % y-o-y                           | -5,7%         | -3,8%         | -5,7%         | 4,0%          |                  |             | 0,0pp          | -7,8pp       |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>53,7</b>   | <b>69,7</b>   | <b>54,5</b>   | <b>66,1</b>   | <b>-0,8</b>      | <b>3,6</b>  | <b>-1,5%</b>   | <b>5,5%</b>  |
| EBITDA-marginal                   | 32,1%         | 38,5%         | 32,5%         | 35,4%         |                  |             | -0,4pp         | 3,2pp        |
| Av- och nedskrivningar            | -11,6         | -8,0          | -11,1         | -8,0          | -0,6             | 0,0         | 5,2%           | 0,0%         |
| <b>EBIT</b>                       | <b>42,1</b>   | <b>61,7</b>   | <b>43,5</b>   | <b>58,1</b>   | <b>-1,4</b>      | <b>3,6</b>  | <b>-3,2%</b>   | <b>6,3%</b>  |
| EBIT-marginal                     | 25,1%         | 34,1%         | 25,9%         | 31,1%         |                  |             | -0,7pp         | 3,0pp        |
| <b>EBITDAC</b>                    | <b>44,3</b>   | <b>62,6</b>   | <b>44,9</b>   | <b>58,9</b>   | <b>-0,6</b>      | <b>3,7</b>  | <b>-1,2%</b>   | <b>6,4%</b>  |
| EBITDAC-marginal                  | 26,5%         | 34,6%         | 26,7%         | 31,5%         |                  |             | -0,2pp         | 3,1pp        |

## Estimat för 2026E

## Estimat för 2026

| <i>(MSEK)</i>           | Q1A proforma<br>exkluderat Aira | Q2A proforma<br>exkluderat Aira | Q3E          | Q4E          | 2026E*        |
|-------------------------|---------------------------------|---------------------------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>Nettoomsättning</b>  | <b>40,8</b>                     | <b>41,4</b>                     | <b>42,0</b>  | <b>43,1</b>  | <b>167,3</b>  |
| % y-o-y                 | 13,0%                           | 10,8%                           | 10,1%        | 6,7%         | 10,0%         |
| Aktiverat arbete        | 1,6                             | 1,6                             | 1,6          | 1,7          | 9,4           |
| Övriga rörelseintäkter  | 0,0                             | 0,1                             | 0,2          | 0,0          | 0,3           |
| <b>Summa intäkter</b>   | <b>42,3</b>                     | <b>43,1</b>                     | <b>43,8</b>  | <b>44,8</b>  | <b>177,0</b>  |
| <b>Rörelsekostnader</b> | <b>-31,0</b>                    | <b>-27,8</b>                    | <b>-23,9</b> | <b>-29,0</b> | <b>-123,3</b> |
| % y-o-y                 | -3,8%                           | -20,3%                          | -12,5%       | -25,3%       | -5,7%         |
| <b>EBITDA</b>           | <b>11,4</b>                     | <b>15,3</b>                     | <b>19,8</b>  | <b>15,8</b>  | <b>53,7</b>   |
| EBITDA-marginal         | 27,9%                           | 37,0%                           | 47,2%        | 36,7%        | 32,1%         |
| % y-o-y                 | 80,3%                           | 80,2%                           | 48,0%        | 52,3%        | 39,1%         |
| Av- och nedskrivningar  | -3,0                            | -3,1                            | -2,6         | -2,5         | -11,6         |
| <b>EBIT</b>             | <b>8,3</b>                      | <b>12,3</b>                     | <b>17,3</b>  | <b>13,3</b>  | <b>42,1</b>   |
| EBIT-marginal           | 20,5%                           | 29,6%                           | 41,1%        | 30,9%        | 25,1%         |
| % y-o-y                 | 113,6%                          | 103,2%                          | 58,6%        | 79,6%        | 49,1%         |
| <b>EBITDAC</b>          | <b>9,8</b>                      | <b>13,7</b>                     | <b>18,2</b>  | <b>14,1</b>  | <b>44,3</b>   |
| EBITDAC-marginal        | 24,1%                           | 33,2%                           | 43,4%        | 32,7%        | 26,5%         |
| % y-o-y                 | 152,0%                          | 161,0%                          | 67,8%        | 824,1%       | 105,7%        |

\*redovisade siffror, ej proforma

| <i>(MSEK)</i>                 | Q1A          | Q2A          | Q3E          | Q4E          | 2026E        |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ARR</b>                    | <b>152,9</b> | <b>154,0</b> | <b>155,5</b> | <b>159,2</b> | <b>159,2</b> |
| % y-o-y                       | 5,6%         | 5,0%         | 5,3%         | 4,0%         | 4,0%         |
| % q-o-q                       | -0,1%        | 0,7%         | 1,0%         | 2,3%         |              |
| <b>Prenumerationsintäkter</b> | <b>37,5</b>  | <b>38,7</b>  | <b>38,8</b>  | <b>39,1</b>  | <b>154,1</b> |
| % y-o-y                       | 8,8%         | 8,1%         | 6,0%         | 4,1%         | 6,7%         |
| <b>Konsultintäkter</b>        | <b>3,2</b>   | <b>2,7</b>   | <b>3,2</b>   | <b>4,0</b>   | <b>13,1</b>  |
| % y-o-y                       | 101,8%       | 71,7%        | 106,1%       | 40,3%        | 73,4%        |

## Estimat fram till 2027E

| (MSEK)                            | 2022          | 2023          | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         |
|-----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>Nettoomsättning</b>            | <b>129,6</b>  | <b>145,2</b>  | <b>144,8</b>  | <b>152,0</b>  | <b>167,3</b>  | <b>181,0</b>  |
| % y-o-y                           | 39,1%         | 12,1%         | -0,3%         | 5,0%          | 10,0%         | 8,2%          |
| Aktiverat arbete för egen räkning | 6,3           | 6,9           | 7,1           | 17,1          | 9,4           | 7,1           |
| Övriga intäkter                   | 3,7           | 0,5           | 0,2           | 0,3           | 0,3           | 0,2           |
| <b>Totala intäkter</b>            | <b>139,5</b>  | <b>152,7</b>  | <b>152,1</b>  | <b>169,4</b>  | <b>177,0</b>  | <b>188,3</b>  |
| EV/S                              | 10,2          | 4,3           | 3,8           | 2,4           | 2,7           | 2,5           |
| <b>Rörelsekostnader</b>           | <b>-103,9</b> | <b>-110,0</b> | <b>-120,3</b> | <b>-130,8</b> | <b>-123,3</b> | <b>-118,6</b> |
| % y-o-y                           | 28,4%         | 5,9%          | 9,3%          | 8,8%          | -5,7%         | -3,8%         |
| <b>EBITDA</b>                     | <b>35,6</b>   | <b>42,6</b>   | <b>31,9</b>   | <b>38,6</b>   | <b>53,7</b>   | <b>69,7</b>   |
| EBITDA-marginal                   | 27,5%         | 29,4%         | 22,0%         | 25,4%         | 32,1%         | 38,5%         |
| % y-o-y                           | 80,0%         | 19,6%         | -25,2%        | 21,1%         | 39,1%         | 29,8%         |
| EV/EBITDA                         | 37,0          | 14,6          | 17,4          | 9,6           | 7,9           | 5,4           |
| Av- och nedskrivningar            | -7,2          | -8,3          | -8,9          | -10,4         | -11,6         | -8,0          |
| <b>EBIT</b>                       | <b>28,5</b>   | <b>34,4</b>   | <b>23,0</b>   | <b>28,2</b>   | <b>42,1</b>   | <b>61,7</b>   |
| EBIT-marginal                     | 22,0%         | 23,7%         | 15,9%         | 18,6%         | 25,1%         | 34,1%         |
| % y-o-y                           | 126,5%        | 20,7%         | -33,1%        | 22,8%         | 49,1%         | 46,7%         |
| EV/EBIT                           | 46,2          | 18,1          | 24,2          | 13,1          | 10,1          | 7,2           |
| <b>EBITDAC</b>                    | <b>29,4</b>   | <b>35,7</b>   | <b>24,7</b>   | <b>21,5</b>   | <b>44,3</b>   | <b>62,6</b>   |
| EBITDAC-marginal                  | 22,7%         | 24,6%         | 17,1%         | 14,2%         | 26,5%         | 34,6%         |
| % y-o-y                           | 140,1%        | 21,6%         | -30,7%        | -12,9%        | 105,7%        | 41,4%         |
| EV/EBITDAC                        | 44,8          | 17,4          | 22,4          | 20,7          | 9,6           | 6,0           |
| <b>Adj. FCF</b>                   | <b>22,0</b>   | <b>25,2</b>   | <b>9,5</b>    | <b>13,0</b>   | <b>32,4</b>   | <b>42,1</b>   |
| Adj. FCF/EBITDA konvertering      | 61,9%         | 59,1%         | 29,7%         | 33,8%         | 60,3%         | 60,4%         |
| EV inkl. cash build               |               |               |               |               | 426,6         | 374,3         |
| EV/Adj. FCF                       | 58,3          | 28,1          | 25,6          | 23,2          | 13,2          | 8,9           |

| (MSEK)                        | 2022         | 2023         | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>ARR</b>                    | <b>145,8</b> | <b>140,4</b> | <b>141,9</b> | <b>153,0</b> | <b>159,2</b> | <b>172,3</b> |
| % y-o-y                       | 30,4%        | -3,7%        | 1,0%         | 7,8%         | 4,0%         | 8,2%         |
| <b>Prenumerationsintäkter</b> | <b>119,8</b> | <b>136,9</b> | <b>137,8</b> | <b>144,4</b> | <b>154,1</b> | <b>163,1</b> |
| % y-o-y                       | 41,2%        | 14,3%        | 0,6%         | 4,9%         | 6,7%         | 5,8%         |
| <b>Konsultintäkter</b>        | <b>9,8</b>   | <b>8,3</b>   | <b>7,0</b>   | <b>7,6</b>   | <b>13,1</b>  | <b>17,9</b>  |
| % y-o-y                       | 17,6%        | -15,2%       | -15,8%       | 8,1%         | 73,4%        | 36,5%        |

## Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vid bedömningen av värderingsmultiplerna har vi beaktat flera faktorer, däribland Upsales affärsmodell, den höga andelen återkommande intäkter, bolagets finansiella historik samt en jämförelse med relevanta peers. Genomgången av den svenska peer-gruppen visar att bolagen i genomsnitt handlas till en EV/EBIT-multiplik om 14,6x bakåtblickande vilket för innevarande räkenskapsår ökar till 20,7x.

Sedan vi initierade bevakning av Upsales har vi successivt sänkt den värderingsmultiplik som ligger till grund för vår värdering. Justeringen speglar i huvudsak ett förändrat marknadsklimat för noterade mjukvarubolag, snarare än bolagsspecifika faktorer. Även om vi ser goda förutsättningar för en successiv multiplieexpansion i takt med att Upsales levererar på sin strategi, bedömer vi att bolagen i sektorn sannolikt inte kommer att återvända till de historiskt höga värderingsnivåer som rådde före AI-oron.

Vi har valt att värdera Upsales baserat på en EBITDAC-multiplik om 14x för helåret 2027E. Multiplerna speglar värderingsnivån i peer-gruppen och en betydande rabatt mot Upsales historiska värderingsnivå. Baserat på våra prognoser för kassaflödet, exklusive utdelningar och eventuella återköp, estimerar vi att nettokassan uppgår till 101,8 MSEK vid utgången av 2027E. Detta ligger till grund för vår beräkning av motiverat börsvärde och aktiekurs för 2027E.

| (MSEK)                  | 2023 | 2024 | 2025 | 2026E        | 2027E        |
|-------------------------|------|------|------|--------------|--------------|
| EV/EBITDAC-multiplik    |      |      |      | 14x          | 14x          |
| Estimerad EBITDAC       |      |      |      | 44,3         | 62,6         |
| <b>Enterprise value</b> |      |      |      | <b>620,3</b> | <b>877,0</b> |
| Nettokassa              |      |      |      | 51,6         | 103,9        |
| <b>Börsvärde</b>        |      |      |      | <b>671,9</b> | <b>980,9</b> |
| Pris per aktie          |      |      |      | 39,9         | 58,3         |
| Potentiell avkastning   |      |      |      | 40,5%        | 105,1%       |

Nedan följer en känslighetsanalys som visar hur den potentiella avkastningen utvecklas givet olika applicerade multiplar.

| Känslighetsanalys   |                  |                |              |                     |                |               |
|---------------------|------------------|----------------|--------------|---------------------|----------------|---------------|
| Huvudscenario 2026E |                  |                |              | Huvudscenario 2027E |                |               |
| EBITDACx            | Börsvärde (MSEK) | Aktiekurs (kr) | Förändring % | Börsvärde (MSEK)    | Aktiekurs (kr) | Förändring %  |
| 7                   | 361,7            | 21,5           | -24,4%       | 542,4               | 32,2           | 13,4%         |
| 8                   | 406,0            | 24,1           | -15,1%       | 605,1               | 35,9           | 26,5%         |
| 9                   | 450,4            | 26,7           | -5,8%        | 667,7               | 39,7           | 39,6%         |
| 10                  | 494,7            | 29,4           | 3,4%         | 730,4               | 43,4           | 52,7%         |
| 11                  | 539,0            | 32,0           | 12,7%        | 793,0               | 47,1           | 65,8%         |
| 12                  | 583,3            | 34,6           | 22,0%        | 855,7               | 50,8           | 78,9%         |
| 13                  | 627,6            | 37,3           | 31,2%        | 918,3               | 54,5           | 92,0%         |
| <b>14</b>           | <b>671,9</b>     | <b>39,9</b>    | <b>40,5%</b> | <b>980,9</b>        | <b>58,3</b>    | <b>105,1%</b> |
| 15                  | 716,2            | 42,5           | 49,8%        | 1 043,6             | 62,0           | 118,2%        |
| 16                  | 760,5            | 45,2           | 59,0%        | 1 106,2             | 65,7           | 131,3%        |
| 17                  | 804,8            | 47,8           | 68,3%        | 1 168,9             | 69,4           | 144,4%        |
| 20                  | 937,7            | 55,7           | 96,1%        | 1 356,8             | 80,6           | 183,7%        |
| 21                  | 982,0            | 58,3           | 105,4%       | 1 419,4             | 84,3           | 196,8%        |
| 22                  | 1 026,4          | 61,0           | 114,6%       | 1 482,1             | 88,0           | 209,9%        |
| 23                  | 1 070,7          | 63,6           | 123,9%       | 1 544,7             | 91,7           | 223,0%        |
| 24                  | 1 115,0          | 66,2           | 133,2%       | 1 607,4             | 95,5           | 236,1%        |

## Källförteckning

1. <https://mfn.se/a/upsales-technology/upsales-technology-ab-publ-interim-report-q2-2026>

## Disclaimer

Kalqyl bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag.

Denna analys är en uppdragsanalys, där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

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

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

## Intressekonflikt

---

Albin Eriksson äger aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys