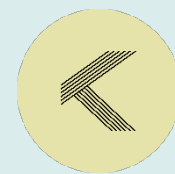


Sektorrapport: SaaS

Skapar AI-oron nya möjligheter?



2026-10-01

Kalqyl publicerar nu en sektorrapport om svenska mjukvarubolag med återkommande intäktsmodeller. I rapporten går vi igenom 10 bolag med olika nischinriktningar och affärsmodeller och sätter deras utveckling i ett gemensamt marknadssammanhang. Vi sammanfattar också våra viktigaste spaningar för sektorn, med fokus på ARR-tillväxt, skalbarhet, värderingar och hur AI förändrar både konkurrensbilden och bolagens erbjudanden.

Från tillväxtpremie till bevisad kvalitet

Den nordiska SaaS-sektorn har de senaste åren blivit mer tudelad. Bolag med verksamhetskritisk mjukvara, starka kassaflöden och tydliga nischpositioner har fortsatt att utvecklas väl, medan de större aktörerna med mer horisontell mjukvara beroende av projektintäkter eller internationella investeringsbeslut har mött längre beslutsprocesser och mer varierande lönsamhet. Flera bolag beskriver nu högre kundaktivitet, bättre orderpipeline och kortare säljcykler. Intäktsseffekten släpar dock eftersom större systeminföranden kräver långa besluts- och implementationsprocesser. Någon bred återgång till tillväxtklimatet under 2021-2022 är därför inte synlig.

Återkommande intäkter ger motståndskraft

Abonnemangsintäkter har blivit sektorns viktigaste kvalitetsindikator. En hög andel återkommande intäkter minskar beroendet av nyförsäljning och skapar stabilitet när kundernas investeringsvilja försvagas. Tillväxten kan i stället drivas genom prishöjningar, fler användare och försäljning av tilläggsfunktioner till befintliga kunder. Vertikala och verksamhetskritiska system står särskilt starkt. Produkterna är ofta integrerade i kundernas centrala processer och svåra att ersätta utan omfattande implementation, datamigrering och utbildning. Det bidrar till låg kundförlust och skapar bättre förutsättningar att försvara både tillväxt och marginaler.

Digital mognad döljer fortsatt tillväxtutrymme

Sverige betraktas som en digitalt mogen marknad, men användningen av affärssystem är lägre än i flera jämförbara EU-länder. Under 2025 använde omkring 45 % av svenska företag någon form av ERP-, CRM- eller BI-system, jämfört med drygt 53 % inom EU. Skillnaden är störst inom ERP, där penetrationen uppgick till omkring 28 % i Sverige mot 46 % inom unionen. Samtidigt ligger Sverige långt fram i utvecklingen inom AI, som användes av cirka 35 % av företagen jämfört med omkring 20 % i EU. Kombinationen av hög teknisk mognad och relativt låg systempenetration skapar ett starkt utgångsläge för tillväxt. Molnbaserade produkter, enklare implementation och AI-funktioner kan sänka trösklarna för mindre företag och driva en bredare användning av affärssystem. Potentialen är dock beroende av att leverantörerna kan visa tydliga produktivitetsvinster och en kort återbetalningstid.

AI förändrar marknaden

AI har gått från att vara ett marknadsbudskap till att praktiskt integreras i verksamheten och produkt erbjudandet. Tekniken används för att automatisera support, utveckling, implementation och kundernas arbetsflöden. På kort sikt framstår högre produktivitet och snabbare produktutveckling som mer sannolika konsekvenser än omfattande kundflykt. Etablerade leverantörer har fördelar genom befintliga kundrelationer, domänkunskap och tillgång till verksamhetsdata. Samtidigt kan AI pressa mer generiska produkter samt försvaga traditionell prissättning per användare. Intäktsmodeller baserade på användning, kapacitet och skapat kundvärde väntas därför få större betydelse.

Pressade värderingar har lockat köpare

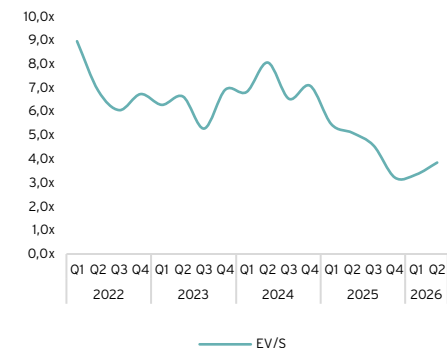
Sektorns värderingar har fallit sedan 2022, trots att flera bolag har stärkt sina marginaler och fortsatt växa sin ARR. Skillnaderna inom sektorn är dock stora. Lönsamma bolag med stabil organisk tillväxt värderas fortsatt högre, medan svag tillväxt med bristande lönsamhet straffas hårt. Det institutionella intresset är emellertid högt. I vårt urval av historiska uppköp i sektorn uppgår den medianmässiga budpremien till cirka 67 %, vilket indikerar att strategiska köpare ser stora värden i kundrelationer, intäktskvalitet och etablerade marknadspositioner. Den breda AI-oron kan därför skapa möjligheter, men inte urskillningslöst. De mest intressanta bolagen är enligt oss de som kombinerar ARR-tillväxt och låg kundförlust med bevisad lönsamhet, viss vertikal specialisering och en attraktiv värdering.

Omnämnda bolag

Avtech	QBIM*
AIRA*	
Carasent	
CodeMill	
Lime Technologies	
Opter	
OurLiving	
Upsales Technology*	
Vitec Software Group	

*Kalqyl kundbolag

SaaS-värderingar



Analytiker

Alvin Hägg

alvin@tradevenue.se

Kalqyl SaaS-index, 5 år



Innehållsförteckning

Pressade värderingar trots intäktskvalitet	3
Marknadsöversikt	4
SaaSocalypse - är den överdriven?	5
Ett tydligt penetrationsgap på den svenska mjukvarumarknaden	6
Investeringsvilja i molntjänster bland svenska bolag	8
Värderingarna har kommit ned trots en urbottnad tillväxttakt	9
AI Revenue Assistant Software (Aira): På ständig jakt efter nästa affär	10
En internt utvecklad Upsales-feature blev ett helt nytt AI-bolag	10
Finansiella målsättningar	11
Exekvering mot finansiella mål kan ge betydande uppsida	11
Avtech Sweden: Turbulens inför nästa lyft	12
Effektivitetsförbättringar har lyft bolaget	13
Carasent: Ordinerad expansion	14
Premievärdering förtjänas	14
Attraktiva tillväxtutsikter	14
Skala driver lönsamhetsförbättringar	15
CodeMill: Klipper konsultberoendet	16
Successiv tillväxt i de årligt återkommande intäkterna	17
Lime Technologies: Surt blir sött	18
Ökad andel mjukvaruintäkter	18
Expanderar i Europa	19
Vertikaliserings minskar AI-risk	19
Opter: Kör inte av vägen	20
Strukturell motvind i marknaden men fortsatt nyförsäljning	20
Hög kvalitet på vinsten	21
OurLiving: Moving into margins	22
Kostnadsbesparingar följt av tillväxtsatsningar	22
Prishöjningar och förenklad kundanskaffning agerar tillväxt drivare	23
Churnen tillåter prishöjningar	23
QBIM: AI-satsning skapar ett mer skalbart bolag	24
Q-Sales ska visa vägen	24
Upsales Technology: Vänder på steken	26
Bolagets finansiella guidning utgör ett tydligt värderingsgolv	26
Mekanisk lönsamhetsökning till följd av avknoppningen	27
Vitec Software Group: Programmerad för förvärv	28
Tillväxten accelererade i Q2	30
Lönsamheten skiljer sig markant i sektorn	31
Värderingarna faller globalt	32
Värderingar mellan konkurrenter	33
Källförteckning	34
Disclaimer	34

Pressade värderingar trots intäktskvalitet

Värderingarna bland de svenska mjukvarubolagen är nere på låga nivåer trots att de flesta uppvisat god fundamental utveckling och har mycket hög intäktskvalitet. Affärsmodellerna för SaaS-bolagen kännetecknas av en i stort sett fast kostnadsbas med låg marginalkostnad som bidrar med mycket hög skalbarhet. När intäkterna ökar behöver kostnaderna inte öka i samma takt, vilket resulterar i stigande marginaler och kraftigt resultatillväxt.

I linje med analytikerestimaten förväntar vi oss fortsatt tillväxt och stigande lönsamhet, vilket kombinerat med de pressade värderingarna skapar ett intressant läge. Vi bedömer att AI kommer att förändra marknaden kraftigt. Tekniken skapar möjligheter inom produktutveckling, försäljning och kostnadseffektivisering, men ökar samtidigt risken för att svagt differentierade produkter tappar konkurrenskraft.

I tabellen nedan visas nyckeltal för ett axplock av svenska bolag med återkommande intäkter. EBITDA tenderar att systematiskt överdriva lönsamheten bland SaaS-bolagen, varför vi valt att använda det aktiveringsjusterade lönsamhetsmåttet EBITDAC på de bolag vi djupdyker i.

Översikt av SaaS-bolag

Bolag	Börsvärde	EV	EV/S			EV/EBITDA			Nettoomsättning		EBITDA		EBIT	
			R12	2026E	2027E	R12	2026E	2027E	MSEK R12	5y CAGR	Marginal	5y CAGR	Marginal	5y CAGR
Avtech	173	138	2,8	2,5	N/A	6,5	8,8	8,1	49,5	33,2%	43,2%	66,0%	33,3%	69,0%
Carasent	1892	1869	4,9	4,3	3,6	21,2	17,5	11,4	363,9	20,6%	22,1%	18,6%	3,8%	6,8%
CodeMill	187	152	2,4	N/A	N/A	9,2	N/A	N/A	63,4	12,8%	25,9%	24,2%	4,3%	16,0%
Compodium	54	45	1,0	N/A	N/A	4,7	N/A	N/A	43,7	-1,4%	20,7%	20,4%	-33,3%	6,5%
Flowscape	60	44	0,9	N/A	N/A	3,7	N/A	N/A	46,1	7,2%	25,1%	43,5%	7,5%	16,6%
Freja eID	506	499	8,6	8	6,8	139,0	72,6	36,1	58,0	23,0%	6,2%	16,0%	-20,6%	11,8%
Lime	3289	3394	4,4	4,2	3,8	13,5	12,9	11,4	773,8	13,9%	31,4%	12,8%	20,6%	15,9%
Litium	201	184	2,0	1,9	1,6	8,8	7,3	4,9	92,8	9,9%	22,0%	59,1%	-2,0%	13,1%
Observit	417	387	5,5	N/A	N/A	40,1	N/A	N/A	64,2	39,3%	14,8%	29,4%	3,8%	-1,4%
Oneflow	496	460	2,5	2,3	1,9	14,2	10,7	8	186,6	33,8%	17,5%	31,0%	-10,4%	6,4%
Opter	457	434	4,2	N/A	N/A	15,9	N/A	N/A	104,3	13,3%	26,8%	25,7%	26,8%	26,1%
Physitrack	143	186	1,1	1,2	1,1	Neg.	3,4	2,8	15,1 (MEUR)	14,4%	-10,2%	-209,0%	-36,1%	-255,5%
QBank	65	51	1,3	N/A	N/A	56,0	N/A	N/A	40,4	2,5%	1,8%	16,3%	1,8%	16,3%
Safeture	160	124	2,1	1,9	1,7	12,9	9	6,3	58,6	17,0%	15,3%	19,8%	2,7%	15,6%
Nordtech	3903	3886	5,5	N/A	N/A	24,7	N/A	N/A	705,0	N/A	21,0%	N/A	1,0%	N/A
Upsales	490	460	2,9	2,7	2,5	10,9	7,9	5,4	160,7	11,5%	26,0%	16,2%	18,5%	18,8%
Vertiseit	2044	2355	3,4	2,9	2,5	25,2	16,6	9,6	701,0	39,9%	13,3%	40,3%	2,8%	32,9%
Vitec	10 427	13 440	3,8	3,6	3,4	8,2	8,8	8,2	3525	17,5%	45,3%	22,3%	21,6%	21,9%
Yubico	8628	7640	3,5	3,5	3,1	38,1	28,2	20,1	2119	N/A	10,1%	99,1%	8,5%	92,7%
Snitt	1768	1881	3,3	3,3	2,9	25,2	17,0	11,0	482,6	18,1%	19,9%	19,5%	2,9%	7,2%
Median	457	434	2,9	2,8	2,5	13,9	9,9	8,2	92,8	14,4%	21,0%	23,3%	3,8%	15,9%

Källa: Kalqyl Research, S&P

Flera bud visar på brett intresse

Budaktiviteten i den svenska mjukvarusektorn har varit hög och accelererat i takt med att värderingarna pressats. I vårt urval av tolv uppköp mellan 2019 och 2026 uppgår den medianmässiga budpremien till 67,2 %, medan medianvärderingen motsvarar 3,7x nettoomsättningen och 18,5x EBITDA. Köparna utgörs av både industriella aktörer och riskkapitalbolag, vilket visar att etablerade kundrelationer, återkommande intäkter och starka positioner inom avgränsade nischer fortsatt värderas högt utanför börsen.

Urval av historiska uppköp av SaaS-bolag

Bolag	Köpare	Datum	Bud (MSEK)	Premie	Nettoomsättning	EBITDA	EV/S	EV/EBITDA
PromikBook	Euro Finans	2019-12-10	20,4	88,7%	6,0	-2,5	3,4	neg.
Genesis IT	Stenvalls Trä AB	2023-06-06	273,9	76,3%	75,7	11,3	3,6	24,1
Pagero	Vertex	2023-12-13	5 802,0	71,4%	795,4	-8,4	7,3	neg.
Byggfakta	Giant BidCo	2024-01-05	10 058,7	30,7%	2 640,0	902,0	3,8	11,2
Mestro	EG Sverige AB	2024-02-09	184,0	82,0%	34,4	-9,6	5,4	neg.
ZignSec	G2 Acquisition	2024-09-04	302,9	115,6%	106,7	-14,6	2,8	neg.
Fortnox	Omega II AB	2025-03-31	54 718,7	37,9%	2 045,0	1 074,0	26,8	50,9
EverySport	Vorward Partners AB	2025-06-17	150,2	25,0%	84,7	-9,8	1,8	neg.
IAR Systems Group	The Qt Company Oy	2025-07-04	2 293,0	66,4%	491,7	179,7	4,7	12,8
Formpipe Software	Tabellae BidCo	2026-06-04	879,0	53,8%	231,8	13,2	3,8	66,6
Comintelli	Dahlgren Capital	2026-01-09	35,2	68,0%	30,4	-3,7	1,2	neg.
Sleep Cycle	Altor	2026-05-11	496,8	47,1%	236,0	61,9	2,1	8,0
Snitt			6 267,8	63,6%	564,8	182,8	5,6	28,9
Median			399,9	67,2%	169,3	4,4	3,7	18,5

Marknadsöversikt

Efter ett par år med längre beslutsprocesser och större försiktighet hos kunderna syns tecken på en gradvis förbättring på den nordiska mjukvarumarknaden. Flera bolag beskriver högre aktivitet, bättre pipeline och i vissa fall kortare säljcykler. Förbättringen är dock inte bred nog för att tala om någon tydlig konjunkturvändning. Kunderna är fortsatt selektiva och större investeringar tar tid att få igenom, vilket gör att en ökad försäljningsaktivitet inte alltid har hunnit omsättas i högre intäkter.

Det tycks heller inte råda någon generell brist på behov eller projekt. Snarare har kraven på investeringarna förändrats. Kunderna vill i större utsträckning kunna räkna hem en investering genom kostnadsbesparingar, högre produktivitet, ökade intäkter eller lägre risk. Det innebär att marknaden har gått från den breda digitaliseringsvåg som präglade 2021-2022 till en mer selektiv miljö där avkastningen på varje investering får större betydelse.

Vertikal mjukvara står emot bättre

Vertikala lösningar som är djupt integrerade i kundernas verksamhet uppvisar generellt en stabilare efterfrågan. Det gäller särskilt system inom vård, offentlig sektor, säkerhet, försvar och digital identitet. Höga byteskostnader, komplexa integrationer och regulatoriska krav gör systemen svårare att ersätta och minskar känsligheten för tillfälligt svagare investeringsvilja.

För horisontell företagsmjukvara är bilden mer blandad. Konkurrensen om kundernas IT-budgetar är större och investeringar i exempelvis CRM, avtalshantering och generella produktivitetstjänster är lättare att skjuta fram. Även affärens storlek spelar roll. Mindre kontrakt och expansion hos befintliga kunder är relativt stabila, medan större enterpriseaffärer är mer beroende av budgetprocesser, upphandlingar och kundernas investeringscykler.

Kalqyl SaaS-index och OMXS30, kursutveckling 5 år



Befintliga kunder får större betydelse

Den installerade kundbasen har blivit en allt viktigare tillväxtkälla. Merförsäljning av nya funktioner, fler användare och tilläggsmoduler kräver normalt mindre försäljningsarbete än en helt ny implementation. Bolag med hög retention och starka kundrelationer kan därför fortsätta växa även när nykundsmarknaden är avvaktande. Prissättningsutrymmet är störst för verksamhetskritiska system där kostnaden för mjukvaran är liten i förhållande till det värde som produkten skapar. För standardiserade lösningar är utrymmet mindre och konkurrensen större.

AI skapar nya möjligheter - men förändrar inte marknaden över en natt

AI har under 2026 blivit en tydligare kommersiell drivkraft för mjukvarubolagen. Kundintresset är högt och fler AI-funktioner börjar säljas som tillägg eller integreras i befintliga produkter. Efterfrågan är starkast när tekniken kan kopplas till ett konkret utfall, exempelvis minskad administration, automatiserad dokumentation, kortare arbetsflöden eller effektivare försäljning.

Adoptionen sker däremot stegvis. Företagen tycks i första hand vilja addera AI till befintliga system och processer snarare än ersätta sina kärnsystem. Datakvalitet, integrationer, informationssäkerhet och regulatoriska krav bromsar också utrollningen, särskilt inom vård, offentlig sektor och andra reglerade branscher. På kort sikt framstår AI därför mer som en möjlighet till merförsäljning, högre produktvärde och förbättrad produktivitet än som en bred ersättare av etablerad mjukvara.

Sammantaget har mjukvarumarknaden återhämtat sig från de svagare nivåerna under 2024-2025, men skillnaderna mellan nischer har ökat. Det avgörande är i dag vilket problem mjukvaran löser snarare än den generella utvecklingen i IT-budgetarna.

SaaSocalypse - är den överdriven?

Under inledningen av 2026 handlades den breda mjukvarusektorn ner kraftigt i spåren av en ökad oro om hur AI förändrar konkurrensbilden. Över 300 miljarder USD i marknadsvärde raderades ut i sektorn samtidigt som SaaS-indexet för första gången någonsin handlades till rabatt i relation till S&P 500. Marknaden började ifrågasätta om generativ AI kan sänka inträdesbarriärerna, göra befintlig mjukvara utbytbar och försvaga traditionell prissättning. Effekten blir särskilt påtaglig för SaaS-bolagen som historiskt värderats högt med kassaflöden långt in i framtiden. De höga multiplarna bygger på förväntningar om uthållig tillväxt, lågt kundbortfall och skalande marginaler. Om AI höjer den bedömda risken kan således en marginell höjning av avkastningskravet kraftigt påverka terminalvärdet. Även om de flesta bolagen i sektorn inte ser något AI-drivet kundbortfall i nuläget, så kan förändringar på marknaden om 5 eller 10 år slå hårt mot värderingarna.

AI angriper flera aspekter av SaaS-modellen

Den mest grundläggande risken är att AI gör mjukvara snabbare, enklare och billigare att utveckla. Det innebär att applikationer och program som tidigare tog stora utvecklingsteam lång tid att utveckla numera kan byggas av färre utvecklare allt snabbare. Det försämrar konkurrenskraften för mjukvara med begränsad differentiering och systemkritikalitet samt få integrationer. Om de etablerade, större aktörerna däremot också använder AI effektivt borde gapet i absoluta belopp snarare öka än minska, menar vissa. Samtidigt påverkar AI den klassiska prismodellen där kunderna betalar per användare eller per licens. Den ökade produktiviteten till följd av AI kan minska behovet av antalet licenser, vilket innebär att mjukvarubolagen kan behöva koppla priset till användning, transaktioner eller skapat kundvärde för att försvara intäkterna. Övergången innebär en risk för bolagen vars tillväxt primärt drivits av ett ökat antal licenser.

Den installerade kundbasen är en tydlig fördel

AI innebär samtidigt möjligheter för etablerade SaaS-bolag som redan har kundrelationer, integrationer och verksamhetsdata. Även om AI-modeller blir ett standardiserat verktyg, så kan värdet snarare finnas i hur det tillämpas i kundens arbetsflöden. En närliggande intäktsmöjlighet är merförsäljning genom att sälja nya moduler och funktioner till befintliga kunder. AI kan exempelvis automatisera support, dokumentation, avtalshantering, analys och andra personalintensiva processer. Genom sparade arbetstimmar och lägre kostnader kan det öppna upp för värdebaserad prissättning som höjer intäkten per kund.

Flera bolag arbetar redan i denna riktning. Möjligheten är särskilt stor i produkter som redan används dagligen och där ny funktionalitet kan distribueras utan en omfattande onboarding-process. AI kan också höja den interna effektiviteten genom snabbare utveckling, automatiserad support och kortare implementationer, vilket verkar på kostnadssidan snarare än intäktssidan. Det kan på kort sikt vara en resultatdrivare, men effekten är oklar. Om alla mjukvarubolag arbetar på samma sätt med interna effektiviseringar är det osannolikt att det skulle resultera i bestående lönsamhetslyft, utan snarare något som ökar konkurrenskraften.

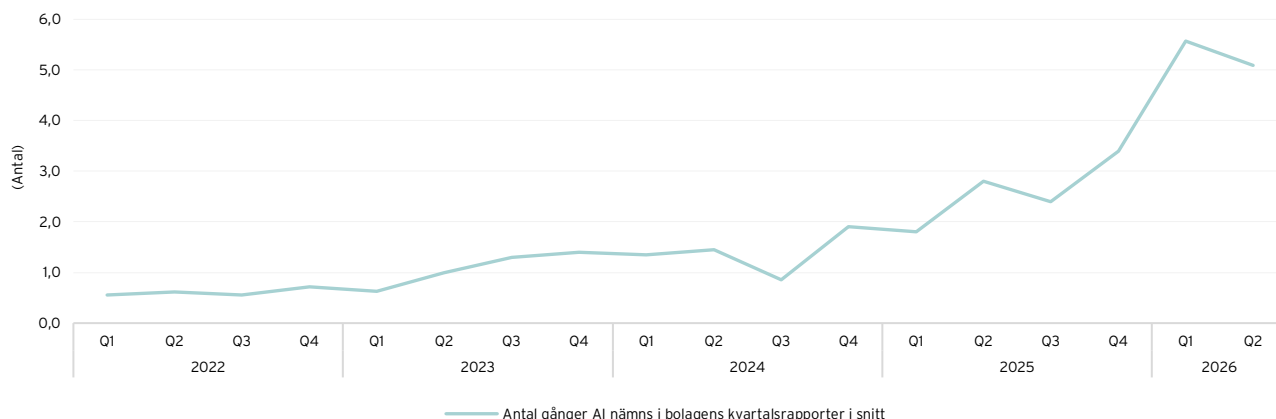
Risken skiljer sig mellan affärsmodeller

Risken är störst för horisontell mjukvara med låg differentiering, begränsade byteskostnader och användarbaserad prissättning. Enklare funktioner kan kopieras eller byggas in i större plattformar samtidigt som AI-agenter kan minska behovet av användarlicenser. Vertikal och verksamhetskritisk mjukvara står dock starkare där djupa integrationer och regulatoriska krav ökar byteskostnaderna markant. Inom vård och andra strikt reglerade branscher begränsas utvecklingen av försiktigt kundadoption, juridiskt ansvar och krav på validering. Det skyddar befintliga aktörer men innebär samtidigt att kommersialiseringen tar längre tid.

Ordet AI är på alla bolags läppar

Det är tydligt att utveckling inom AI spilt över på bolagens kommunikation till marknaden. Antalet omnämnanden i bolagens kvartalsrapporter har ökat markant, med en kraftig acceleration under slutet av 2024. Utvecklingen visar hur snabbt AI gått från ett nischat teknikområde till en central fråga för sektorn.

Antal gånger AI nämns i bolagens kvartalsrapporter i snitt



Sammantaget finns det goda skäl till en AI-oro, men den framstår som för generaliserad. Tekniken kan sänka utvecklingströsklarna, försvaga användarbaserad prissättning och flytta värdet från befintliga produkter till nya gränssnitt och tilläggsfunktioner. Samtidigt har etablerade SaaS-bolag betydande fördelar genom kundrelationer, integrationer, verksamhetsdata och distributionskraft. Hittills syns begränsade tecken på AI-driven kundflykt, men eftersom en stor del av SaaS-bolagens värde ligger i framtida kassaflöden räcker en högre långsiktig risk för att motivera betydande värderingsförändringar.

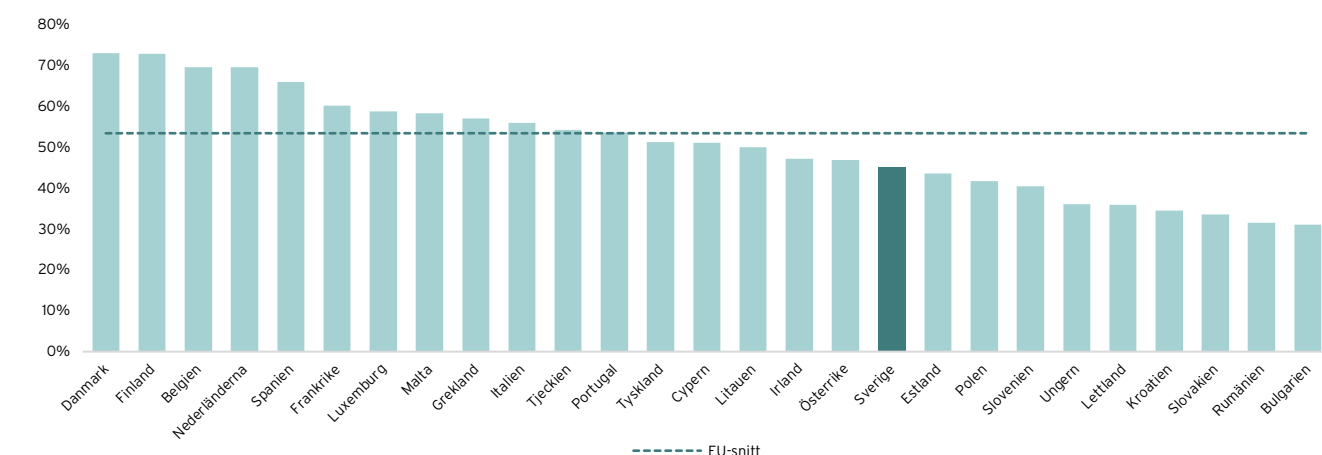
Ett tydligt penetrationsgap på den svenska mjukvarumarknaden

Trots Sveriges höga digitala mognad finns fortsatt ett betydande utrymme för ökad mjukvarupenetration. Under 2025 använde omkring 45 % av svenska företag någon form av ERP-, CRM- eller BI-system, jämfört med drygt 53 % i EU. Sverige placerar sig därmed under EU-snittet och tydligt efter flera jämförbara marknader, däribland Danmark och Finland. Skillnaden är särskilt stor inom ERP, där penetrationen i Sverige uppgår till omkring 28 %, jämfört med 46 % inom EU.

Den relativt låga penetrationen bör innebära en strukturell tillväxtmöjlighet för den svenska mjukvarumarknaden. Sverige har redan en välutbyggd digital infrastruktur, hög digital kompetens och en hög användning av mer avancerad teknik, vilket bör minska trösklarna för fortsatt adoption av affärsmjukvara. Om svenska företag över tid närmar sig penetrationsnivåerna i jämförbara europeiska marknader finns därmed utrymme för tillväxt även utan att den underliggande företagsmarknaden behöver växa.

Ur ett investerarperspektiv skapar det en intressant kombination: en digitalt mogen marknad, men med relativt låg penetration inom flera centrala mjukvarukategorier. För mjukvarubolag som kan ta marknadsandelar och driva adoption innebär det en potentiellt lång strukturell tillväxtbana.

Andel företag som använder något affärssystem (ERP, CRM, BI), 2025

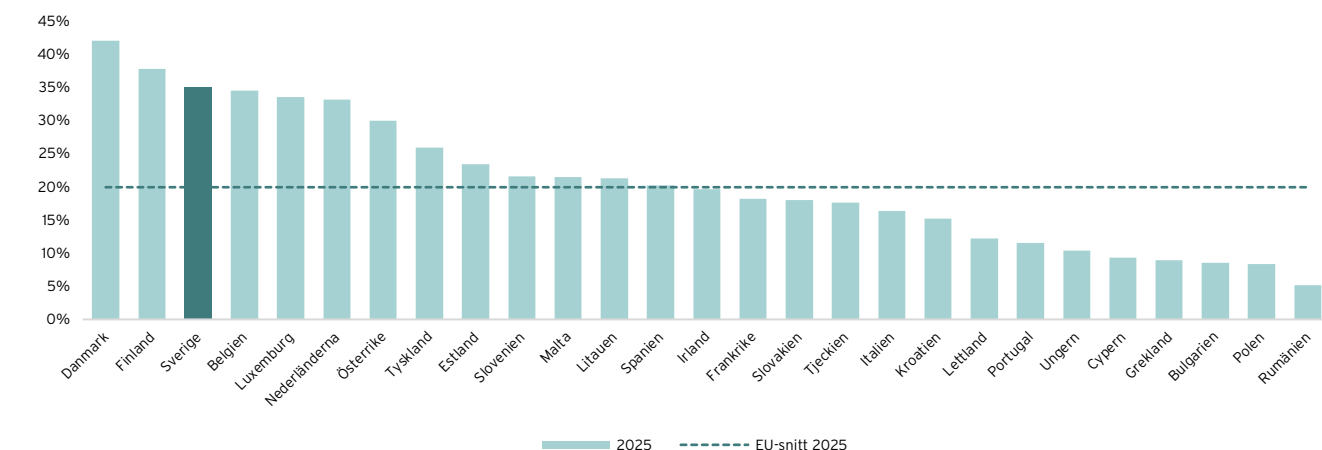


Källa: <https://ec.europa.eu/eurostat>

Sverige ligger i framkant med användningen av AI

Sverige uppvisar en tudelad bild vad gäller företagens digitalisering. Landet ligger långt framme inom ny teknik, där AI-användningen är bland de högsta i EU, medan penetrationen av mer traditionell affärsmjukvara är betydligt lägre. Under 2025 använde omkring 45 % av svenska företag ERP, CRM och/eller BI, jämfört med drygt 53 % inom EU. Kombinationen av hög digital mognad och relativt låg penetration inom affärssystem skulle kunna innebära goda förutsättningar för fortsatt mjukvaruadoption på den svenska marknaden.

Andel företag som använder AI, 2025

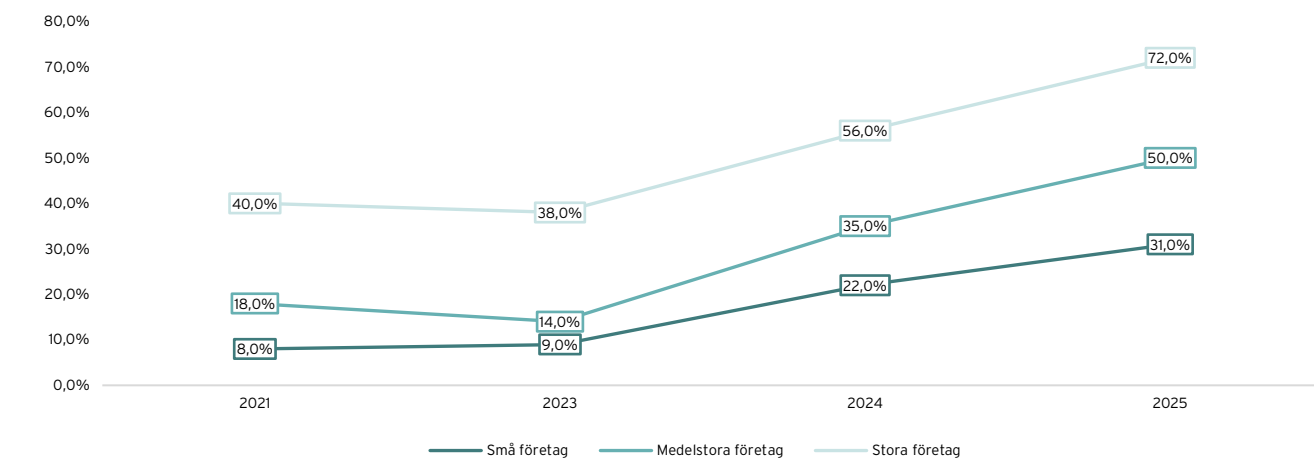


Källa: <https://ec.europa.eu/eurostat>

Sänkta trösklar driver bredare AI-adoption

Skillnaderna mellan företagsstorlekar kan sannolikt förklaras av olika förutsättningar att implementera ny teknik. Större företag har generellt större IT-budgetar, mer omfattande datamängder och interna resurser för att testa, integrera och skala upp nya lösningar. För mindre företag har trösklarna historiskt varit högre, men utvecklingen av generativ AI och lättillgängliga AI-funktioner i befintlig mjukvara har sänkt både kostnaden och komplexiteten för adoption. AI behöver i allt mindre utsträckning implementeras som ett separat IT-projekt, utan når företagen direkt genom de system och arbetsverktyg de redan använder. Det bör gynna en fortsatt bredare adoption, inte minst bland små och medelstora företag där penetrationen fortfarande är lägre.

Andel företag som använde minst en AI-teknik, 2021-2025

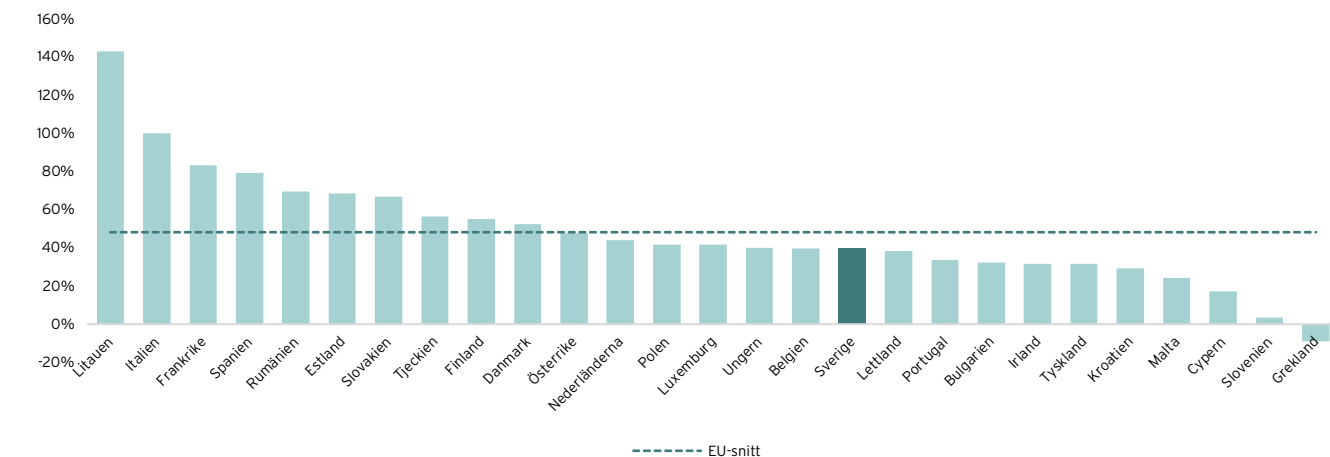


Källa: statistikdatabasen.scb.se

Användningen av AI växer snabbt och brett inom hela EU

Även tillväxten i AI-användningen bland svenska företag är hög. Mellan 2024 och 2025 ökade andelen företag som använder AI med omkring 40 %, vilket visar att adoptionen fortsätter i snabb takt. Tillväxten ligger dock något under EU-snittet, vilket delvis kan förklaras av att Sverige redan har en betydligt högre AI-penetration än merparten av EU-länderna.

Tillväxt i företagens AI-användning, 2024-2025

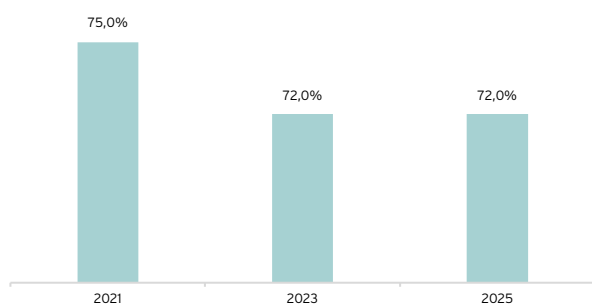


Källa: <https://ec.europa.eu/eurostat>

Investeringsvilja i molntjänster bland svenska bolag

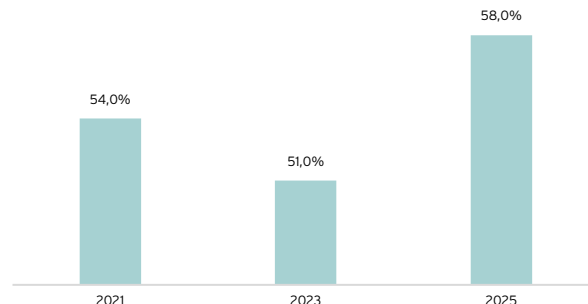
Sverige har i dag en relativt låg penetration inom flera mjukvaruområden jämfört med andra europeiska länder. Trots detta har användningen inom flera kategorier utvecklats svagt under de senaste åren. SCB:s statistik visar att andelen svenska företag som köper olika typer av mjukvaru- och molntjänster minskade mellan 2021 och 2023, för att därefter återhämta sig inom flertalet kategorier fram till 2025. Nedgången bör dock tolkas med försiktighet, eftersom Eurostat redovisar ett tidsseriebrott för Sverige 2023 efter en förändring i den statistiska definitionen av företag. På EU-nivå fortsatte exempelvis användningen av molntjänster att öka under samma period.

Andel företag som köper molntjänster, 2021-2025



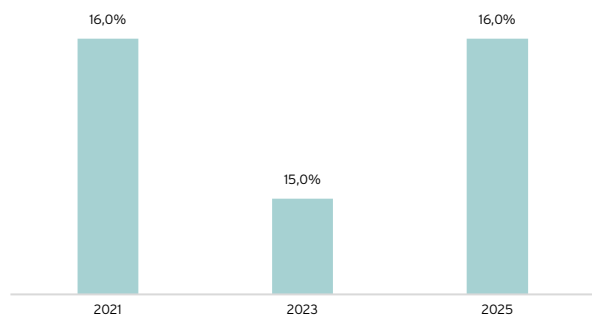
Källa: statistikdatabasen.scb.se

Andel företag som köper kontorsmjukvara, 2021-2025



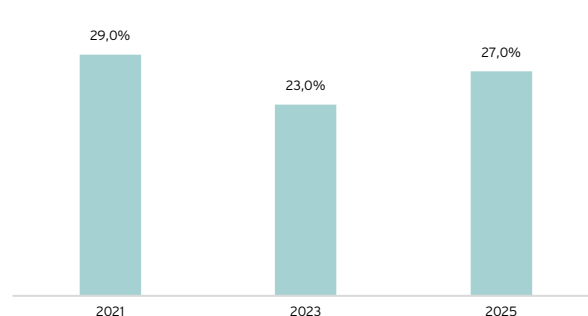
Källa: statistikdatabasen.scb.se

Andel företag som köper ERP-system, 2021-2025



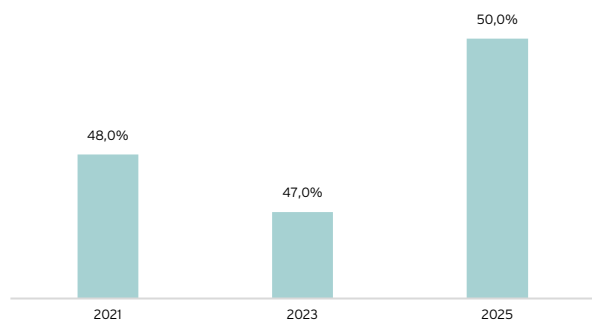
Källa: statistikdatabasen.scb.se

Andel företag som köper CRM-system, 2021-2025



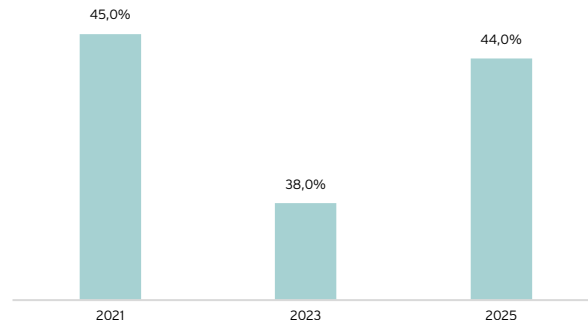
Källa: statistikdatabasen.scb.se

Andel företag som köper säkerhetstjänster, 2021-2025



Källa: statistikdatabasen.scb.se

Andel företag som köper databastjänster, 2021-2025

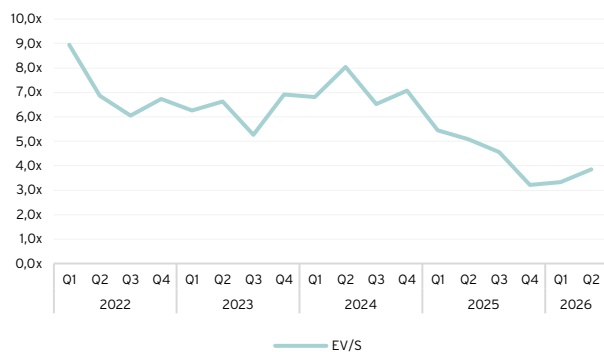


Källa: statistikdatabasen.scb.se

Värderingarna har kommit ned trots en urbottnad tillväxttakt

I spåren av utvecklingen av allt mer innovativa AI-lösningar har terminalvärdet i mjukvarubolagen börjat ifrågasättas allt mer. Multiplarna bland de svenska SaaS-bolagen har kommit ned markant under de senaste åren, trots att den underliggande finansiella utvecklingen i sektorn på flera håll har stärkts. Den viktade EBITDA-marginalen har kontinuerligt förbättrats under perioden, medan nettoomsättningstillväxten har tilltagit. EBITDA-tillväxten har utvecklats ännu starkare, drivet av kombinationen av högre tillväxt och förbättrade marginaler. Utvecklingen innebär att värderingsmultiplarna har kommit ned i en period där bolagens aggregerade finansiella prestation snarare har förbättrats.

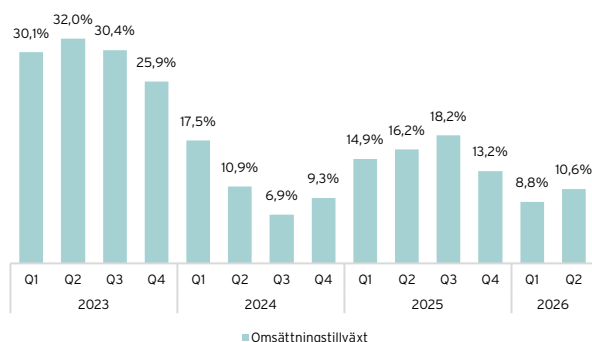
Viktad EV/S bland svenska SaaS-bolag



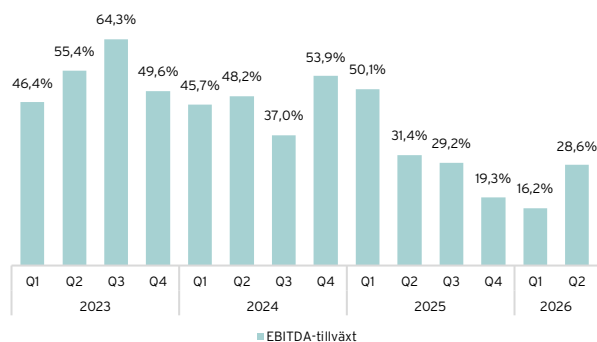
Viktad EV/EBITDA bland svenska SaaS-bolag



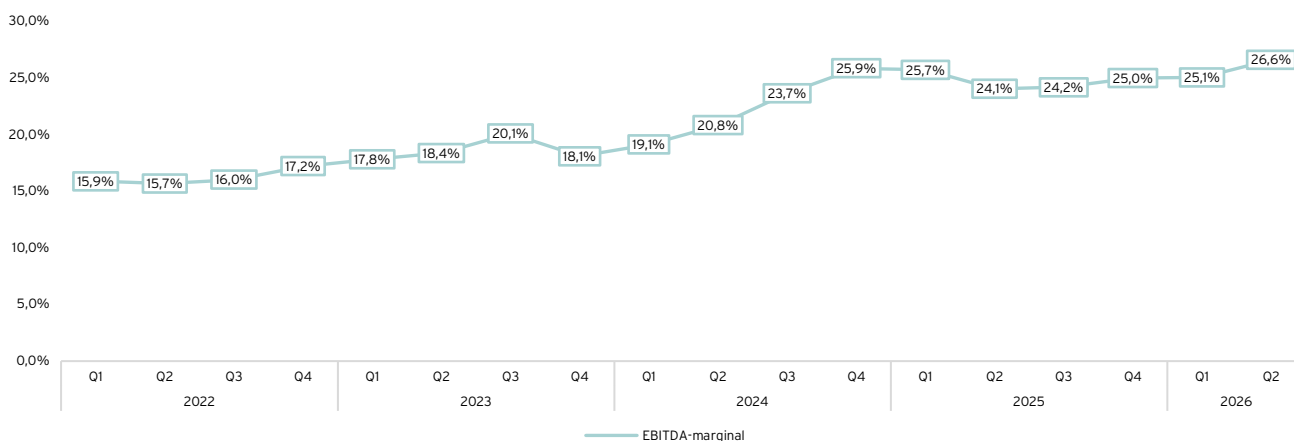
Viktad omsättningstillväxt bland svenska SaaS-bolag



Viktad EBITDA-tillväxt bland svenska SaaS-bolag



Viktad EBITDA-marginal bland svenska SaaS-bolag



AI Revenue Assistant Software (Aira): På ständig jakt efter nästa affär

Aira är ett svenskt mjukvarubolag inom AI-driven sales intelligence som utvecklar en digital försäljningsassistent för europeiska B2B-bolag. Utvecklingen av produkten inleddes 2024 och bygger på över två decennier av erfarenhet inom försäljningsmjukvara och europeisk bolagsdata. Genom att kombinera proprietär databehandling med moderna AI-modeller hjälper Aira entreprenörer, säljorganisationer och mindre företag att identifiera affärsmöjligheter, prioritera prospekt och agera vid rätt tidpunkt. Produktens kärna bygger på att automatiskt analysera signaler såsom finansiella rapporter, styrelseförändringar och bolagsnyheter för att generera konkreta försäljningsinsikter utan omfattande manuellt arbete eller administration.

Verksamheten är inriktad mot Europas stora marknad av små- och medelstora B2B-bolag, där bolaget bedömer att befintliga lösningar i stor utsträckning utvecklats för större enterprise-kunder och ofta präglas av komplex implementation och höga administrativa krav. Aira har istället utvecklat en mobil och AI-native plattform med fokus på enkel användning, snabb implementering och hög automatiseringsgrad. Bolaget befinner sig i en tidig kommersiell fas med kunder på flera europeiska marknader och arbetar parallellt med att bygga upp ett partnerbaserat distributionsnätverk för att möjliggöra en skalbar internationell expansion.

Airas tillväxtstrategi bygger initialt på att etablera produkten och expandera kundbasen genom organisk tillväxt och partnerledd distribution. Genom kontinuerlig produktutveckling och nära samarbete med kunder och partners avser bolaget successivt stärka plattformens funktionalitet och konkurrenskraft. Marknaden för AI-drivna försäljningsverktyg är fragmenterad med ett stort antal mindre aktörer, vilket på sikt skapar möjligheter för konsolidering. Bolaget har därför kommunicerat en ambition att över tid använda sin noterade plattform som grund för att genomföra selektiva förvärv av kompletterande mjukvarulösningar eller dataunderleverantörer.

Aira leds av samma entreprenörsteam som byggde och noterade Upsales Technology på Nasdaq First North 2019. Grundare och vd Daniel Wikberg har över 20 års erfarenhet av att utveckla mjukvarulösningar för försäljning och kundrelationer, och flera nyckelpersoner har tidigare haft ledande roller inom Upsales. Kombinationen av ett erfaret grundarteam, djup förståelse för europeisk bolagsdata och exponering mot den snabbt växande marknaden för AI-agenter skapar enligt vår bedömning goda förutsättningar för Aira. Om bolaget lyckas etablera en stark marknadsposition och exekvera på sin distributions- och konsolideringsstrategi finns potential att skapa betydande aktieägarvärde över tid.



En internt utvecklad Upsales-feature blev ett helt nytt AI-bolag

Airas ursprung kommer i grunden från Upsales, där bolagets grundare Daniel Wikberg och teamet under de senaste åren arbetat med att utveckla nästa generations försäljningsverktyg. Produkten började initialt som en intern produktfunktion inom Upsales, med syftet att hjälpa användare identifiera relevanta säljsignaler och affärsmöjligheter, vilket senare utvecklades successivt till något större. Genom framsteg inom generativ AI och språkmodeller blev det möjligt att automatisera stora delar av det analysarbete som tidigare utförts manuellt av säljare och SDR-team.

I takt med att produkten mognade växte övertygelsen om att lösningen hade potential att adressera en betydligt större marknad än den befintliga Upsales-plattformen. Under 2026 beslutade därför Upsales att utveckla initiativet som ett fristående bolag under namnet Aira. Genom att kombinera över 20 års erfarenhet av europeisk bolagsdata med moderna AI-modeller skapades grunden för en AI-driven försäljningsassistent riktad mot europeiska B2B-bolag.



Fortnox blir Airas första stora distributionstest

I september 2026 offentliggjorde Aira lanseringen av Aira för Fortnox, som efter en pilotfas ska göras tillgänglig i Fortnox Marketplace under november. Integrationen ger Aira tillgång till en potentiell kundbas om drygt 600 000 svenska företag. Produkten byggs in i ekonomisystemet och kräver därmed varken separat datamigrering, ett nytt CRM-system eller omfattande implementation. Tjänsten kombinerar företagsdata, automatisk leadgenerering, nyhetsbevakning och löpande uppdatering av kundregister. Priset uppgår till 699 kronor per licens och månad.

Lanseringen adresserar en av Airas viktigaste utmaningar: distributionen. En fristående AI-assistent kräver att bolaget först hittar kunden och därefter förändrar dess arbetsflöde. Genom Fortnox placeras produkten i ett system som redan används dagligen av målgruppen och innehåller relevant ekonomidata. Det bör sänka tröskeln för både aktivering och löpande användning. Tillgänglighet i Fortnox Marketplace ska dock inte likställas med automatisk kundanskaffning. Konverteringen kommer fortsatt att bero på direktförsäljning, samarbeten med redovisningsbyråer och Airas förmåga att visa ett tydligt ekonomiskt värde för småföretagen.

Aira uppskattar den adresserbara svenska marknaden till cirka 2,2 miljarder kronor, baserat på en genomsnittlig årlig intäkt om 18 000 kronor per kund. Det motsvarar omkring 122 000 kunder, eller drygt 20 % av Fortnox kundbas. Samtidigt krävs endast omkring 5 600 kunder vid samma snittintäkt för att nå Airas mål om 100 MSEK i ARR. Det motsvarar mindre än 1 % av Fortnox kundbas och visar vilken hävstång distributionen kan ge även vid låg penetration. Novemberlanseringen blir därmed ett viktigt test av produktens marknadsanpassning. De centrala nyckeltalen blir kundkonvertering, antal licenser per företag, kundanskaffningskostnad och retention efter den första avtalsperioden. Om modellen fungerar i Sverige avser Aira att söka motsvarande distribution genom bland annat e-conomic i Danmark, Tripletex i Norge och Xero i Storbritannien.

Finansiella målsättningar

Airas finansiella ambitioner är högt ställda. Bolaget har kommunicerat målsättningen att nå 100 MSEK i årliga återkommande intäkter (ARR) inom tre år. Referencaset Upsales, som byggdes av samma grundare och ledning, nådde motsvarande nivå först efter cirka 18 års verksamhet. Aira verkar dock i en marknad som ser annorlunda ut idag med en markant högre digitaliseringsgrad och AI som möjliggör snabbare produktutveckling. Airas målsättning är mycket ambitiös, men illustrerar ledningens övertygelse om att erfarenheterna från Upsales kan återanvändas i ett betydligt snabbare växande marknadssegment.

Långsiktiga finansiella mål

Årligt återkommande intäkter (ARR):	100 MSEK inom tre år
Fas 1: Etablera produkt (2026)	Skala upp den tidiga kommersiella fasen. Aktivera den partnerdrivna distributionsmodellen och bygga upp kundbasen på europeiska marknader.
Fas 2: Skala upp distribution (2026-2027)	Expandera affiliate- och partnernätverket. Vidareutveckla samspelet mellan kunder, partners och produktutveckling till ett skalbart och svårreplikerat operativt system.
Fas 3: Konsolidera kategorin (2027 →)	Använda den noterade aktien som förvärvsvaluta för att förvärva kompletterande AI-baserade försäljningsverktyg och konsolidera fragmenterade delar av marknaden kring Aira-plattformen.

Exekvering mot finansiella mål kan ge betydande uppsida

Bolaget har en finansiell målsättning att nå 100 MSEK i ARR inom tre år, vilket även inkluderar tillväxt genom förvärv. Om Aira uppnår sin finansiella målsättning om 100 MSEK i ARR inom tre år, bedömer vi att uppsidan i aktien är betydande. Snabbväxande AI-bolag värderas i dagsläget mycket högt, där särskilt onoterade AI-bolag under de senaste åren genomfört kapitalanskaffningar på mycket höga ARR-multiplar. Som referens har de onoterade AI-bolagen Ramp, Pennylane och Legora värderats till cirka 35-56x ARR i sina senaste finansieringsrundor. Samtliga dessa bolag är snabbväxande och genomför kontinuerligt nya finansieringsrundor för att finansiera den framtida tillväxtresan. Givet nuvarande sentiment, en framgångsrik kommersialisering av Aira och teamets goda track record, finns goda möjligheter att marknaden kommer att värdera bolaget högt. Som referens värderas även det svenska noterade AI-bolaget Briox, som under det senaste året uppvisat stark tillväxt, till cirka 26x ARR.

Avtech Sweden: Turbulens inför nästa lyft

Avtech är ett mjukvarubolag verksamt inom den globala flygindustrin som utvecklar och säljer mjukvarubaserade lösningar för digital flygtrafikledning och in-flight-optimering. Bolagets lösningar används av flygbolag, flygplatser, luftfartsverk, teknikleverantörer och flygplanstillverkare för att förbättra operativ effektivitet, säkerhet samt minska kostnader och klimatpåverkan genom optimerade flygvägar, bränslebesparingar och bättre väderinformation.

Avtechs produktportfölj består av fyra mjukvarulösningar, samt en femte under utveckling. Bolagets lösningar levererar avancerad data om vind, temperatur och turbulens direkt till cockpit för att stödja beslutsfattande under alla flygfaser. Avtech erbjuder i snitt cirka 15x ROI för sina kunder, vilket tyder på ett högt värdeskapande och högt incitament för nya kunder att intressera sig för Avtechs lösningar.

Nuvarande produktportfölj



Flygbranschen präglas av en hög konservatism då säkerhet prioriteras före allt annat. En avvaktande investeringsvilja på marknaden innebär höga inträdesbarriärer och en tydlig proof-of-concept-fördel när bolag väl slagit sig in i branschen. Detta visualiseras tydligt i Avtechs finansiella historik, då bolaget under de senaste åren stärkt sitt varumärke och således haft ett högt inflöde av nya kundavtal. Affärsmodellen är skalbar och har höga inkrementella marginaler, vilket visualiseras i den starka lönsamhetsutveckling som bolaget uppvisat.

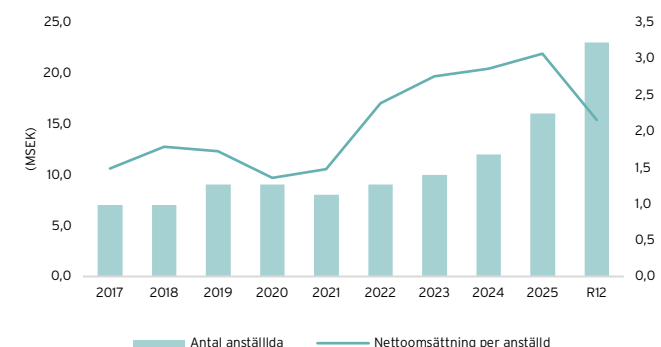
Urval av ingångna avtal och finansiell historik



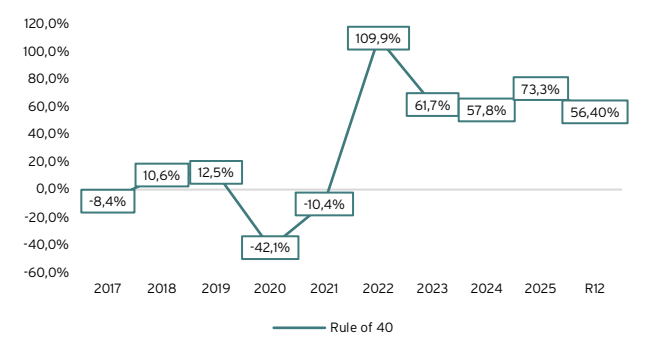
Effektivitetsförbättringar har lyft bolaget

Sedan David Rytter tillträdde som vd 2020 har Avtech genomfört betydande effektivitetsförbättringar. Mellan 2020 och 2025 ökade nettoomsättningen från 12,2 MSEK till 47,4 MSEK, samtidigt som EBITDAC steg från -2,5 MSEK till 16,6 MSEK. Utvecklingen visar den operationella hävstång som uppstår när fler flygplan ansluts utan motsvarande ökning av kostnadsbasen. Under 2025 och 2026 har bolaget åter ökat investeringarna genom fler medarbetare inom försäljning, kunddriftsättning och produktutveckling. I Q2 2026 ökade nettoomsättningen med 6,7 % till 12,6 MSEK, medan EBITDA minskade till 5,0 MSEK från 5,5 MSEK. Kostnadsbasen ligger därmed tillfälligt före intäkterna, vilket höjer kraven på att försäljningsarbetet resulterar i nya avtal.

Nettoomsättning per anställd



Historik av enastående värdeskapande



Pipeline måste ersätta LATAM-bortfallet

Avtechs primära tillväxt drivare är nya flygbolagsavtal och merförsäljning till befintliga kunder. Bolaget har byggt ut säljorganisationen och utvecklat verktyg som gör det möjligt för kunder att följa bränslebesparingarna redan under utvärderingsperioden. Det bör underlätta försäljningen, men flygbranschens omfattande test- och beslutsprocesser gör tidpunkten för nya avtal svår att prognostisera. Två medelstora flygbolag har slutfört sina testperioder, med möjliga avtalsvärden om 3-5 MSEK per år och kund. Därutöver väntas ytterligare tester, varav ett hos ett större flygbolag med en uppskattad potential om 10-15 MSEK årligen.

Behovet av nya avtal har ökat efter att LATAM beslutat att inte återstarta Aventus och endast behålla ClearPath för long-haul-flottan. Beslutet minskar Avtechs ARR med cirka 8,5 MSEK, från 51,5 MSEK till omkring 43 MSEK. ClearPath hade samtidigt genererat verifierade besparingar hos kunden, vilket visar att påvisat kundvärde inte automatiskt leder till en fullskalig utrullning. Merförsäljning inom kundbasen är fortsatt en möjlighet. Southwest använder fortfarande Aventus och förlängde under Q2 avtalet till juni 2028. Det totala kontraktsvärdet uppgår till 26-36 MSEK och omfattar även kunddrivna produktförbättringar. En utökning med fler tjänster skulle kunna ge ett betydande tillskott utan en lika lång nykundsprocess.

Hög kundkoncentration

Tappet av LATAM inom Aventus är det första tydliga exemplet på att en större kund begränsar användningen efter att ha jämfört Avtech med andra optimeringslösningar. Konkurrensen har ökat och flygbolagen kan använda flera leverantörer parallellt, vilket både minskar risken för fullständiga kundtapp och ökar pris- och utvärderingstrycket. Samtidigt är kundkoncentrationen problematisk. Southwests kontraktsvärde motsvarar cirka 13-18 MSEK per år, eller omkring 30-42 % av proforma-ARR efter LATAM-bortfallet. Förlängningen är ett styrkebesked, men innebär samtidigt att ett enskilt avtalsbeslut kan få stor effekt på resultatet och synen på bolaget. Om bolagets pipeline materialiseras kan den befintliga organisationen ge förnyad marginalexpansion. Fortsatta förseningar skulle däremot innebära att den högre kostnadsbasen möter en lägre återkommande intäktsnivå.

2026 kommer likväl inte bli ett bra år för Avtech. Vi räknar med ett litet tapp på omsättningen men en desto större minskning av lönsamheten, följt av en förbättring 2027. Vi tror att Avtech har relativt goda chanser att accelerera tillväxten och stärka lönsamheten bortom prognoshorisonen, men anser samtidigt att osäkerheten ökat markant i och med det avbrutna avtalet. Därmed landar vi i en EBITDAC-multipel om 15x, vilket ger en uppsida om 17% för 2027.

Avtech	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	34,3	47,4	45,5	51,0
% y-o-y	24,7%	38,2%	-4,0%	12,1%
EBITDAC	11,3	16,6	9,6	11,5
EBITDAC-marginal	32,9%	35,0%	21,1%	22,5%
EV/S	11,0	7,9	3,0	2,7
EV/EBITDAC	33,4	22,5	14,8	12,3

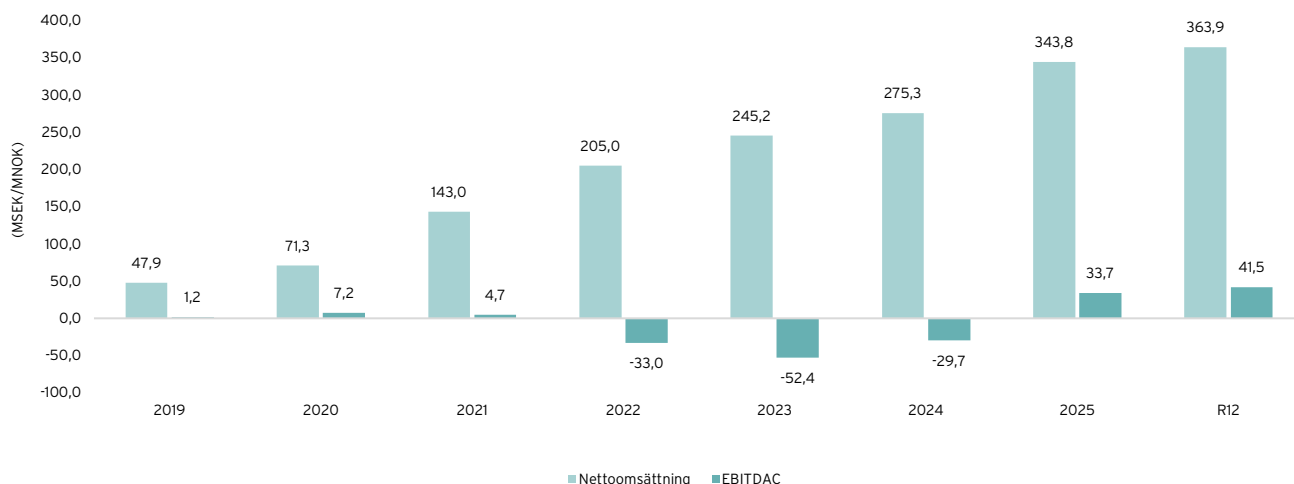
Kalqyls värdering	
Multipel	15x
Motiverat värde 2027E	3,65
Aktiekurs	3,12
Uppsida	17%

Carasent: Ordinerad expansion

Carasent är verksamt inom hälso- och sjukvårdssektorn, med fokus på digitala journalsystem och verksamhetskritiska IT-lösningar för vårdgivare. Bolaget utvecklar och levererar molnbaserade system som används för dokumentation, planering, administration och uppföljning i klinisk verksamhet, med särskild tyngd på specialistvård och sjukhusnära miljöer. Bolagets erbjudande är djupt integrerat i kundernas dagliga arbetsflöden och kännetecknas av hög systemkritikalitet, långa kundrelationer och höga bytesbarriärer. Carasents lösningar används av både offentliga och privata vårdgivare, där krav på patientsäkerhet, regulatorisk efterlevnad och driftsäkerhet är centrala.

Intäkterna består huvudsakligen av återkommande licensintäkter, kompletterat av implementations- och supporttjänster. Intäktsbasen präglas därmed av god förutsägbarhet och mycket låg churn, samtidigt som bolaget arbetar med att öka intäkt per kund genom merförsäljning och funktionell breddning av plattformen.

Nettoomsättning och EBITDAC, 2019-R12



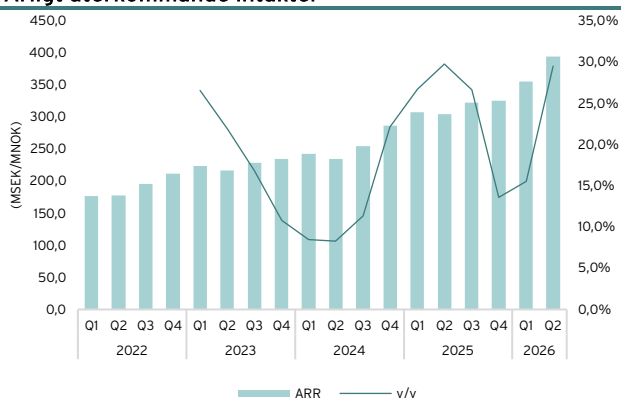
*skifte från NOK till SEK under 2024

Premievärdering förtjänas

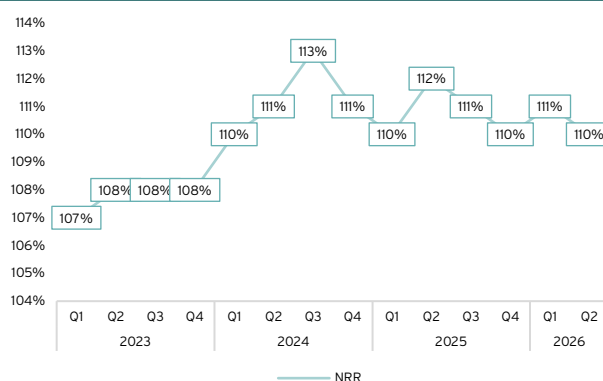
Carasents affär kännetecknas av mycket starka inläsnings effekter och därmed mycket låg churn. Journalsystem är en affärskritisk infrastruktur för vårdgivare som är djupt integrerad i den dagliga verksamheten, regelverken och personalens arbetsflöden. Ett systembyte innebär betydande operativa risker samt utbildnings- och implementationskostnader, vilket gör att kunder i praktiken bara byter leverantör när de tvingas av externa förändringar eller när ett system blivit kraftigt tekniskt föråldrat.

Carasent har en churn omkring 2 % och över 90 % återkommande intäkter. Kombinationen av låg kundförlust och löpande merförsäljning ger en mycket stabil och förutsägbar intäktsbas över tid. När en vårdcentral väl valt WebDoc är sannolikheten hög att relationen består i många år, ofta decennier. Om några år, när större systembyten i Sverige är genomförda och den tyska verksamheten mognat, är det sannolikt att Carasent uppfattas som ett infrastrukturliknande bolag inom privat vård-IT.

Årligt återkommande intäkter



Carasent vinner fler kunder än de förlorar



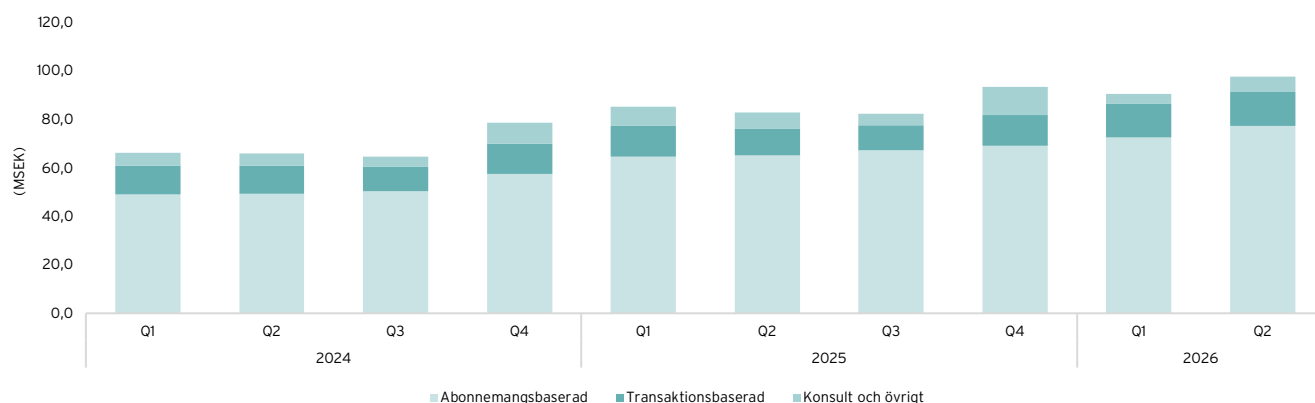
Attraktiva tillväxtutsikter

Den största långsiktiga tillväxtmöjligheten finns bland annat i Tyskland. Marknaden är mycket stor, fragmenterad och domineras av äldre on-prem-system från 80- och 90-talet. Många konkurrenter har i praktiken upphört med produktutveckling, vilket har lett till utbredd missnöje

bland vårdgivare. Genom förvärvet av Data AL har Carasent fått en etablerad kundbas och en plattform för expansion. Bolaget kan både vinna nya kunder i en marknad som uppgår till flera miljarder kronor och samtidigt fördubbla intäkten per befintlig kund genom migrering till ett modernt molnbaserat system, utan att höja kundernas totalkostnad.

I Region Stockholm fasas journalsystemet TakeCare ut senast 2030, vilket öppnar en marknad på cirka 350 MSEK. Eftersom många vårdcentraler ändå måste byta system minskar trösklarna kraftigt för att välja WebDoc, där Carasent redan har en stark position. I Västra Götalandsregionen har problemen med Millennium lett till att en tidigare risk blivit en möjlighet. På kort sikt öppnas en marknad på 25-50 MSEK när privata vårdgivare kan byta system fritt. På längre sikt kan en modulbaserad lösning skapa en total marknad runt 100 MSEK, inklusive offentliga vårdcentraler. Utöver geografisk expansion bidrar nya produkter till tillväxt. Kirurgmodulen adresserar en marknad om cirka 150 MSEK, medan AI-baserad journaltranskribering kan öka intäkten per användare med upp till 50 % i en marknad om cirka 200 MSEK.

Nuvarande intäktsfördelning

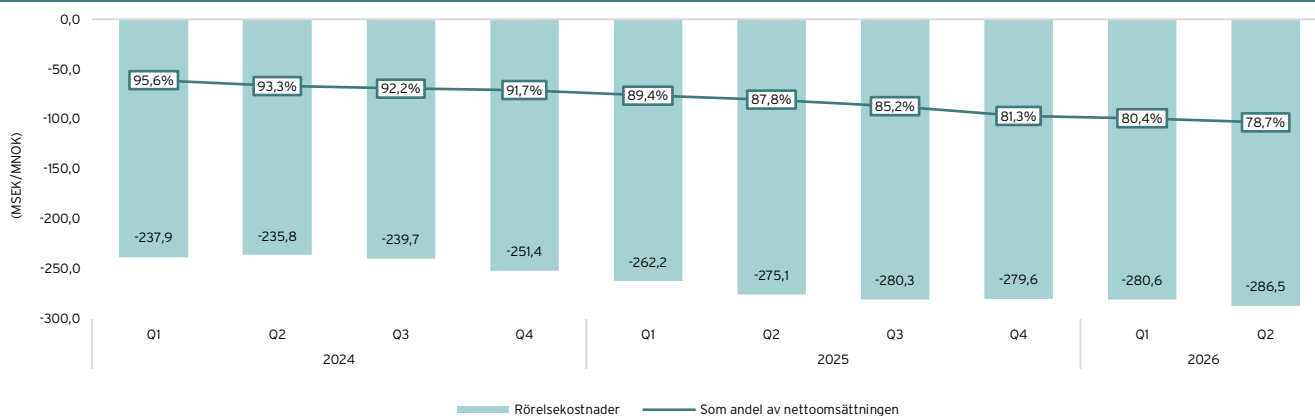


*skifte från NOK till SEK under Q4'24

Skala driver lönsamhetsförbättringar

Carasents marginalpotential är betydande och vilar på en i grunden mycket skalbar affärsmodell. Bolaget säljer molnbaserad mjukvara med hög grad av standardisering, där utvecklings- och plattformskostnader till stor del är fasta. När produkten väl är byggd och implementerad innebär varje ny kund, samt varje ökad intäkt per befintlig kund, en mycket begränsad ökning av kostnaderna. Detta skapar en stark operationell hävstångseffekt i takt med att intäkterna växer. Bolaget har redan visat detta i praktiken. Efter en period av kraftigt ökade investeringar har kostnadsbasen stabiliserats, samtidigt som intäkstillväxten fortsatt. Resultatet är att tillväxten i hög grad faller direkt ned på sista raden. Med bruttomarginaler runt 85 % finns ett stort utrymme för marginalexpansion även vid måttliga tillväxtnivåer. Ytterligare marginallyft kommer från ökad andel återkommande abonnemangsentäkter, där support- och driftkostnader per kund sjunker i takt med skala. Nya produkter som kirurgmodulen och AI-baserad journaltranskribering adderar dessutom intäkter med mycket begränsat marginalpåslag i kostnader, då de bygger på befintlig infrastruktur och kundrelationer. Carasent behöver därmed inte "köpa" tillväxt genom ökade kostnader. När intäkterna fortsätter att växa, både geografiskt och genom merförsäljning, finns goda förutsättningar för att marginalerna successivt rör sig mot nivåer som är typiska för mogna, ledande mjukvarubolag inom affärskritisk IT.

Skalar mot fasta kostnader

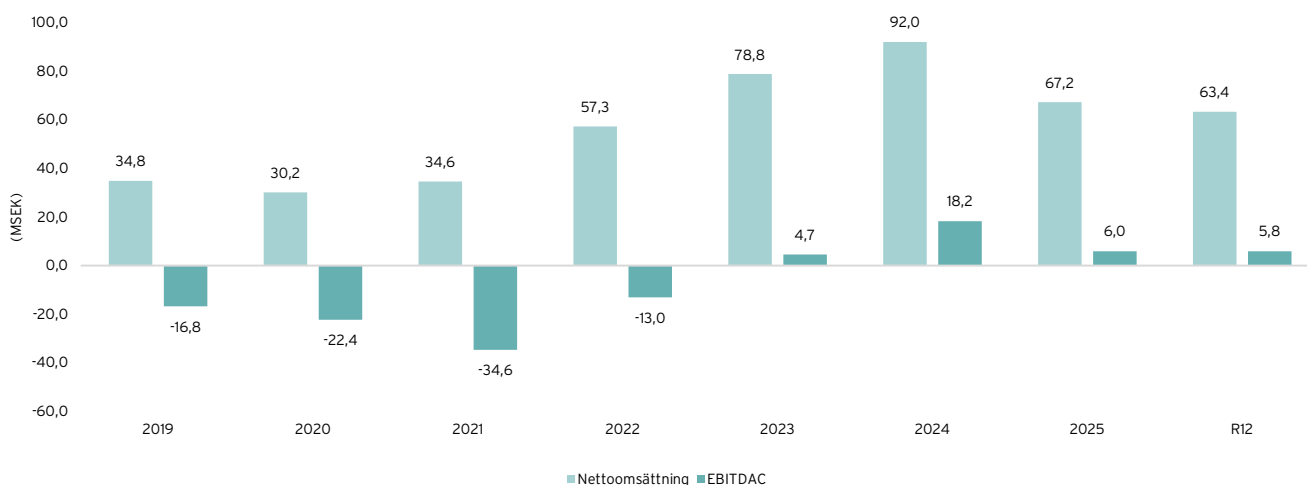


Analytikerkonsensus förväntar sig att Carasent växer 26,5% 2026 och 21,2% 2027 med en skalande EBITDA-marginal. Realiseras estimaten handlas bolaget till EV/EBITDA 11,9x och EV/S 3,5x. Carasent har historiskt värderats betydligt högre avseende EV/S, men då har samtidigt tillväxten varit högre.

CodeMill: Klipper konsultberoendet

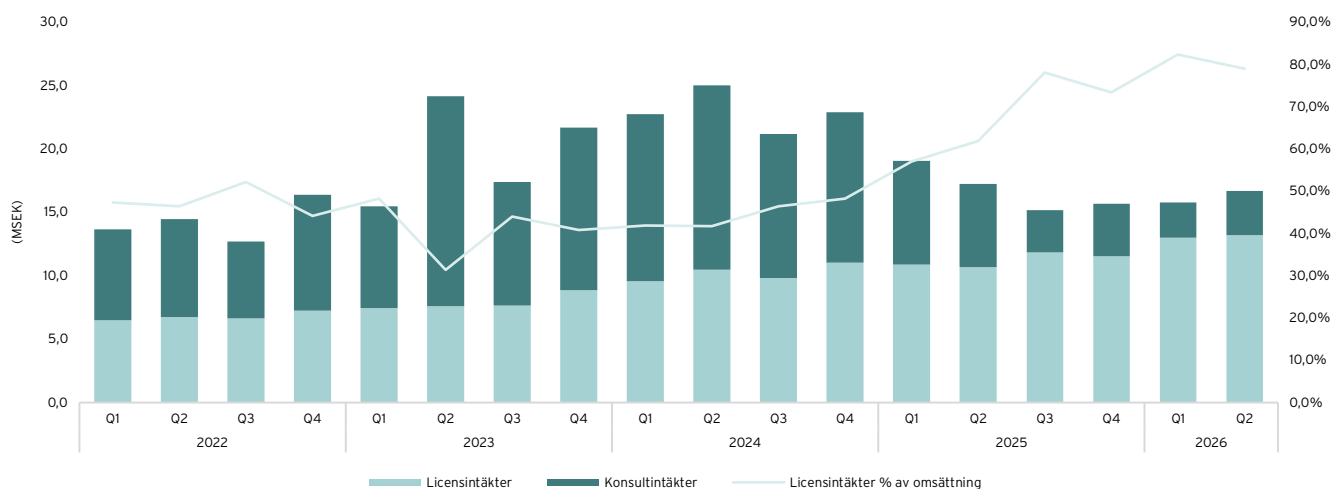
CodeMill är ett svenskt mjukvarubolag som utvecklar lösningar för effektivare produktion, bearbetning och distribution av video och film. Erbjudandet omfattar videoplattformen Accurate.Video, utvecklingsverktyget Accurate Player SDK och mediehanteringsplattformen Cantemo, kompletterat med kundanpassning och implementation genom Digital Services. Produkterna används bland annat för video redigering, kvalitetskontroll, undertextning, metadatahantering, arkivering och webbaserad uppspelning av högupplöst material. Affärsmodellen bygger främst på återkommande licens- och supportintäkter, med kompletterande användningsbaserade intäkter och konsulttjänster. CodeMill har ramavtal med globala mediebolag som Amazon Studios och Warner Bros. Discovery, och har även kommunicerat avtal med TV4 Media, en global streamingplattform samt en Tier 1-studio via Dolby-partnerskapet. Nordamerika är bolagets största marknad.

Nettoomsättning och EBIT, 2019-R12



Under 2025 upphörde en större konsultaffär som inte förlängdes efter 2024. Avtalet hade tidigare inneburit resursintensiva konsultleveranser och var en väsentlig del av CodeMills tjänsteintäkter. Bortfallet belastade nettoomsättningen under 2025 och medförde en minskning av personalstyrkan kopplad till konsultverksamheten. Förändringen innebär däremot att bolagets fokus skiftar från en traditionell IT-konsulting till ett mer renodlat mjukvarubolag. CodeMill fokuserar nu på egna produkter som Accurate.Video, Accurate Player SDK och Cantemo, medan konsultverksamheten främst används för implementation, integration och kundanpassning av dessa plattformar. Ambitionen är att öka andelen återkommande licens-, support- och användningsbaserade intäkter, vilket skapar förutsättningar för en mer skalbar affär med högre marginalpotential än projektbaserad konsultförsäljning.

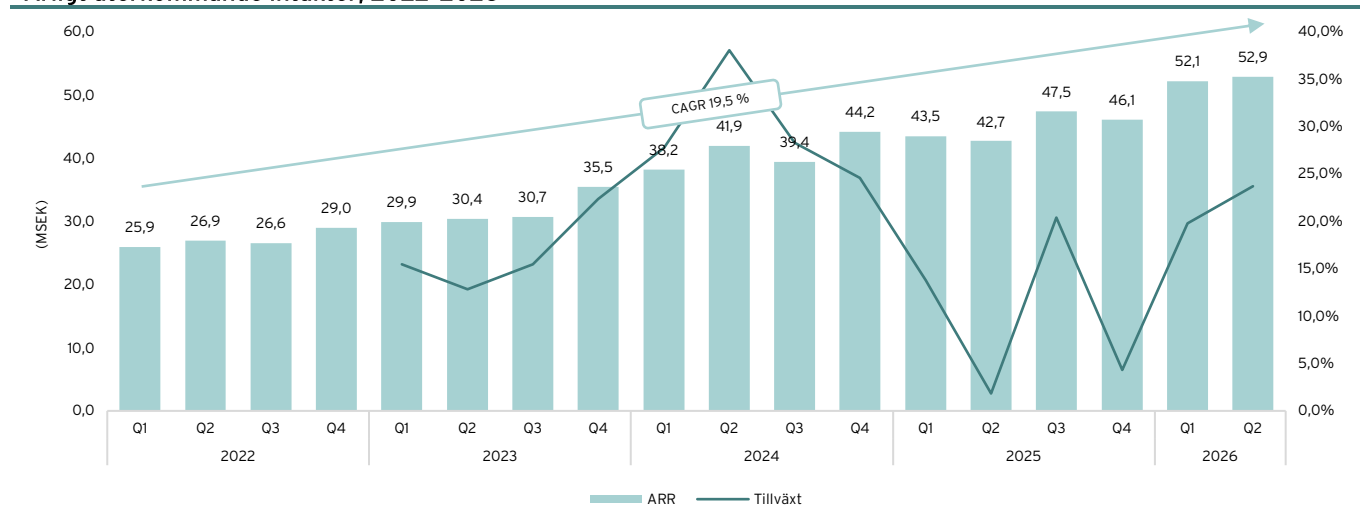
Konsultintäkter och återkommande intäkter, 2022-2026



Successiv tillväxt i de årligt återkommande intäkterna

CodeMills ARR-mått bör tolkas som en annualiserad intäktsstakt snarare än ett fast mått på kontrakterade årsintäkter, eftersom det bygger på senaste kvartalets återkommande licens- och supportintäkter multiplicerat med fyra. Måttet kan därför variera mellan kvartal utan att det nödvändigtvis innebär att kunder har lämnat bolaget. En viktig förklaring är att delar av produktförsäljningen är sessionsbaserad, vilket gör att kundernas faktiska användning under kvartalet påverkar ARR direkt. Därutöver kan större avtalsförnyelser och omförhandlingar skapa tillfälliga effekter i den rapporterade intäktsstakten. Valutakursförändringar, särskilt USD/SEK, är ytterligare en faktor då en stor del av försäljningen sker internationellt. Historiskt har det även förekommit enstaka uteblivna förnyelser, men de senaste nedgångarna har främst förklarats av användning, avtalstiming, omförhandlingar och valuta snarare än det bortfallna konsultavtalet, som inte ingår i ARR.

Årligt återkommande intäkter, 2022-2026



Vägen från konsultberoende till skalbar mjukvaruaffär syns nu även i resultatutvecklingen

Under 2025 föll koncernens omsättning till 67,2 MSEK, huvudsakligen eftersom konsultintäkterna minskade från 50,1 MSEK till 21,1 MSEK efter att det större uppdraget inte förnyades. Samtidigt ökade licens- och supportintäkterna från 41,0 MSEK till 45,0 MSEK. Detta är den centrala förändringen i investeringscasen: en betydligt mindre tjänsteaffär har ersatts av en växande produktbas, även om den redovisade omsättningen initialt pressas av övergången. Kostnadsstrukturen har anpassats till den nya affärsmodellen. Personalkostnaderna minskade med 28,0% till 36,8 MSEK under 2025 och medelantalet anställda minskade till 40 från 54 året före. Trots intäktsfallet var EBITDA 15,6 MSEK, motsvarande en marginal på 23,0%, medan EBIT var omkring noll. Under första halvåret 2026 har kombinationen av högre återkommande intäkter och lägre kostnadsbas börjat synas i resultatet. EBIT uppgick till 2,5 MSEK, jämfört med -0,2 MSEK under första halvåret 2025. I det senaste rapporterade kvartalet, Q2 2026, var EBITDA-marginalen 23,0% och EBIT-marginalen 6,0%, samtidigt som ARR steg till 52,9 MSEK, en ökning om 24,0% jämfört med samma kvartal föregående år.

Kommersiellt finns flera bevis på produktrelevans. TV4 Media har tecknat ett treårigt avtal för Accurate.Video Validate och Subtitle. En global, ej namngiven streamingplattform har tecknat ett treårigt avtal med ett totalt kontraktvärde om 8,1 MSEK för Cantemo MAM, Accurate.Video och Digital Services. Via Dolby-partnerskapet har CodeMill också kommunicerat ett flerårsavtal med en Tier 1-studio som väntas bidra med omkring 2,7 MSEK i årlig ARR. Balansräkningen ger utrymme att fortsätta investera i produktutveckling. Vid utgången av Q2 2026 uppgick kassan till 34,4 MSEK utan räntebärande skulder. Vi bedömer att koncernen i sin helhet återvänder till tillväxt under 2027 när de höga konsultintäkterna försvinner ur jämförelsetalen, samtidigt som EBITDAC-marginalen stärks till 18,0%. Med en multipel om 14x finns en uppsida om 23%.

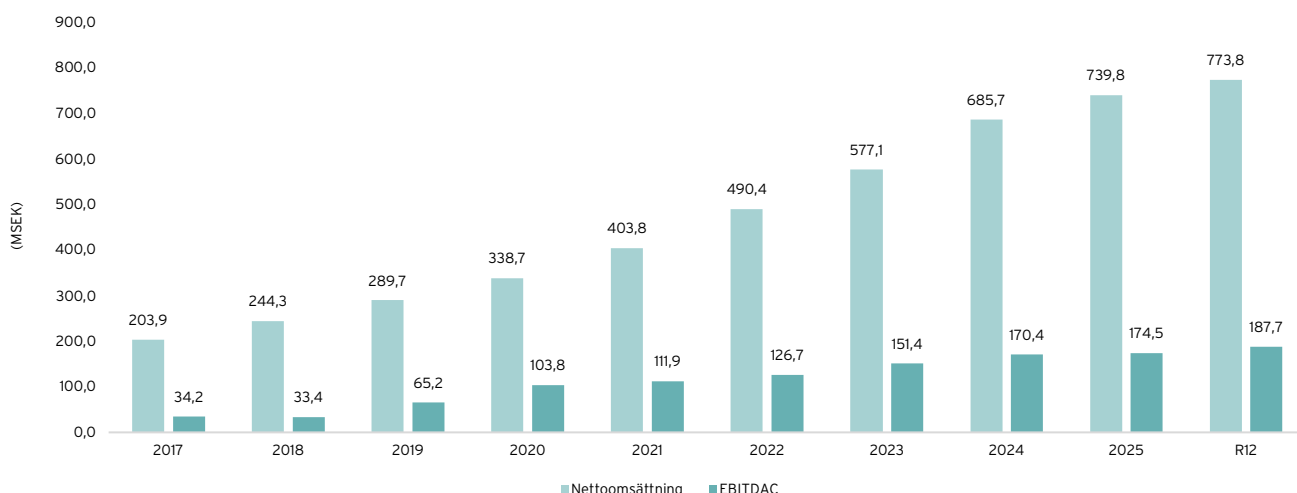
CodeMill	2024	2025	2026E	2027E	Kalqyls värdering	
Nettoomsättning	92	67,2	66	75,9	Multipel	14x
% y-o-y	16,7%	-27,0%	-1,8%	15,0%	Motiverat värde 2027E	16,6
EBITDAC	18,2	6,0	8,3	13,7	Aktiekurs	13,5
EBITDAC-marginal	19,8%	8,9%	12,5%	18,0%	Uppsida	23%
EV/S	1,8	2,8	2,3	2,0		
EV/EBITDAC	9,1	31,7	18,2	11,0		

Lime Technologies: Surt blir sött

Lime Technologies erbjuder sina kunder skräddarsydda CRM-system via Lime CRM, samt plug-and-play-systemet Lime Go. Utöver CRM-system utvecklar även Lime AI-verktyg, genom affärsområdet Connect, och tillhandahåller administrationsplattformen Sportadmin. Bolaget är verksamt i Norden och norra Europa. CRM-marknaden har växt kontinuerligt de senaste tio åren drivet av en hög implementations- och digitaliseringsgrad, vilket har gynnat både större etablerade system men även lokalt förankrade system.

Sedan Lime grundades 1990 har bolaget en lång historik med lönsam tillväxt. Den genomsnittliga omsättningstillväxten uppgår till 17,7% de senaste 10 åren, med en EBIT-marginal kring 20%. Vid utgången av Q2'26 har bolaget över 1 miljon användare och 7 500 kunder.

Nettoomsättning och EBITDAC, 2017-R12

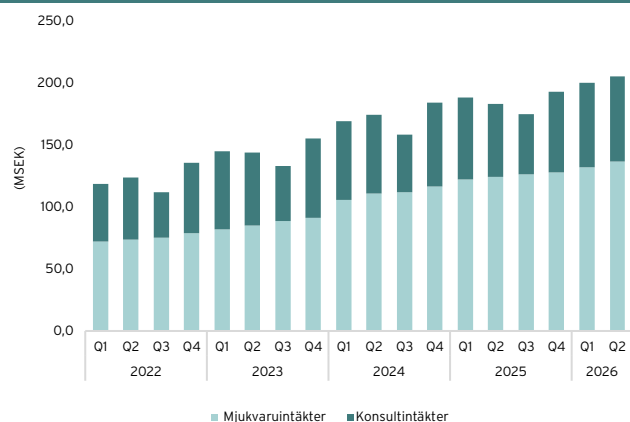


Ökad andel mjukvaruintäkter

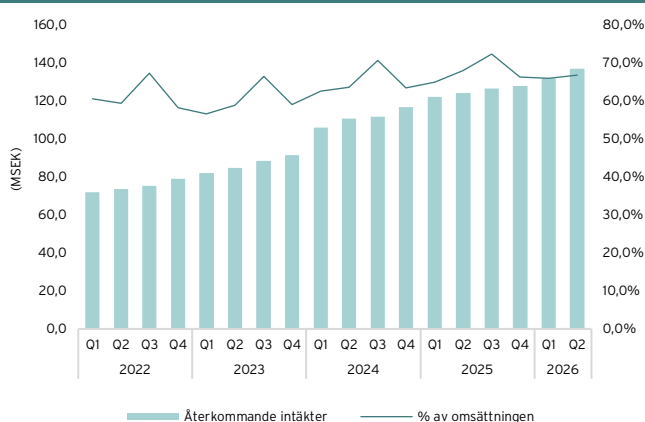
Jämfört med konkurrenter som Salesforce, Microsoft Dynamics och HubSpot har Lime en egen konsultverksamhet som integrerar och underhåller systemen istället för att lägga ut det på externa konsultbolag. Konsultverksamheten har lägre marginaler jämfört med ren mjukvara, men trots det har bolaget EBIT-marginaler ungefär liknande marginaler som Salesforce och Upsales. När bolaget kan nå en större andel mjukvara av intäkterna, bör marginalerna kunna skalas ytterligare.

Under 2025 växte mjukvaruintäkterna med 12,6%, samtidigt som konsultintäkter minskade med 2,3%. I dag präglas CRM-system av komplexa integrationsprojekt som ofta kostar dyrt, på grund av konsultarvoden. Detta skapar en inläsnings effekt och Upsales churn har historiskt uppgått till runt 4%. På sikt kommer AI att effektivisera integrationsprocessen och därmed även minska inläsnings effekterna, som kommer göra att mjukvaruintäkter kommer öka som andel av omsättningen.

Intäktsmix



Andel återkommande intäkter

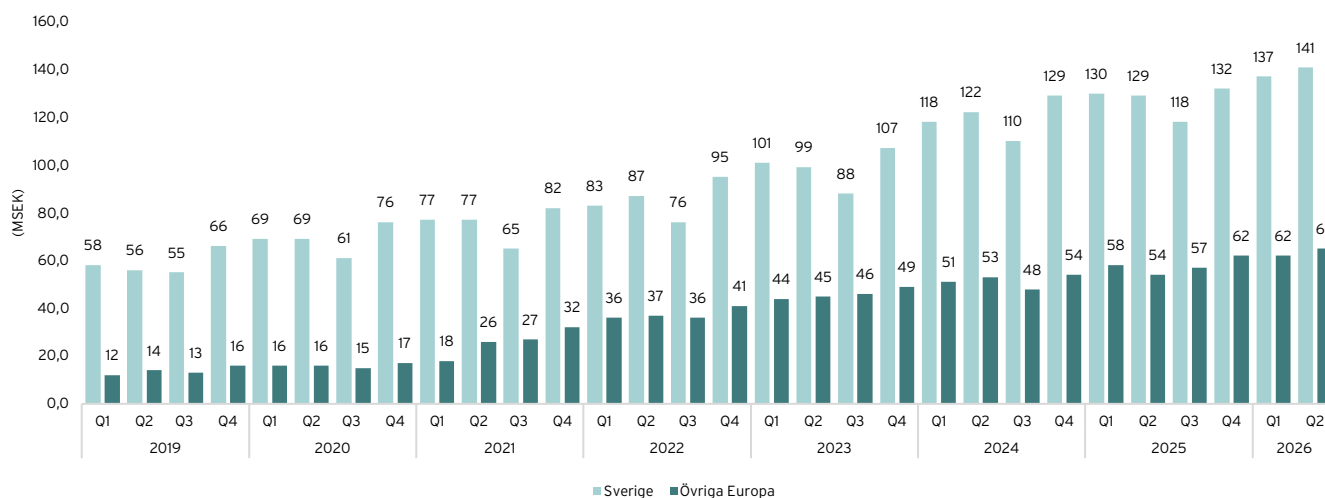


Expanderar i Europa

Lime har sin huvudsakliga verksamhet i Sverige men har gradvis expanderat i Europa, både genom organisk tillväxt och strategiska förvärv som breddat erbjudandet. Bolagets framgångsrika strategi i Sverige har varit en solid grund för expansionen, och under de senaste 15 åren har Lime vuxit i Norge, Danmark och Finland. Tyskland och Nederländerna har också blivit viktiga marknader, där förvärv har spelat en central roll.

På senare tid har bolaget haft särskild framgång i Tyskland, där Lime vunnit flera stora CRM-kontrakt. I januari förvärvades även en portallösning som successivt kommer att integreras i Limes CRM-system, med fokus på energibolag. Energisektorn är en nyckelvertikal för Lime i Norden, och momentum har nu byggts upp i Tyskland, där flera stora kunder inom sektorn har tillkommit.

Omsättning i Sverige och övriga Europa



Vertikalisering minskar AI-risk

Limes mjukvara är i många fall verksamhetskritisk och djupt anpassad efter kundernas nischade behov. Bolaget utvecklar exempelvis branschspecifika CRM-lösningar för energi- och fastighetssektorn, vilket successivt bygger upp en betydande domänkunskap. Detta stärker erbjudandet och höjer tröskeln för nya aktörer. Integrationer mot branschspecifika system är ofta komplexa och kräver erfarenhet, vilket ytterligare ökar byteskostnaderna. Därtill präglas flera av Limes segment av omfattande regulatoriska krav, där anpassad funktionalitet och regelbunden uppdatering är viktigt. Detta skapar en strukturell vallgrav som minskar risken från mer generiska, AI-drivna CRM-lösningar.

Analytikerkonsensus förväntar sig att tillväxten fortsätter i höga ensiffriga tal kombinerat med en marginalexpansion omkring 1,5 procentenheter per år. Vi anser att en multipel på 16x EBITDAC är motiverad givet Limes långa historik av lönsam tillväxt och vertikalisering, vilket ger en uppsida om 19% på 2027:s estimat.

Lime Technologies	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	685,7	739,8	812,0	899,0
% y-o-y	18,8%	7,9%	9,8%	10,6%
EBITDAC	170,4	174,5	203,2	239,0
EBITDAC-marginal	24,8%	23,6%	25,0%	26,6%
EV/S	8,2	3,4	4,0	3,6
EV/EBITDAC	32,9	14,3	16,0	13,6

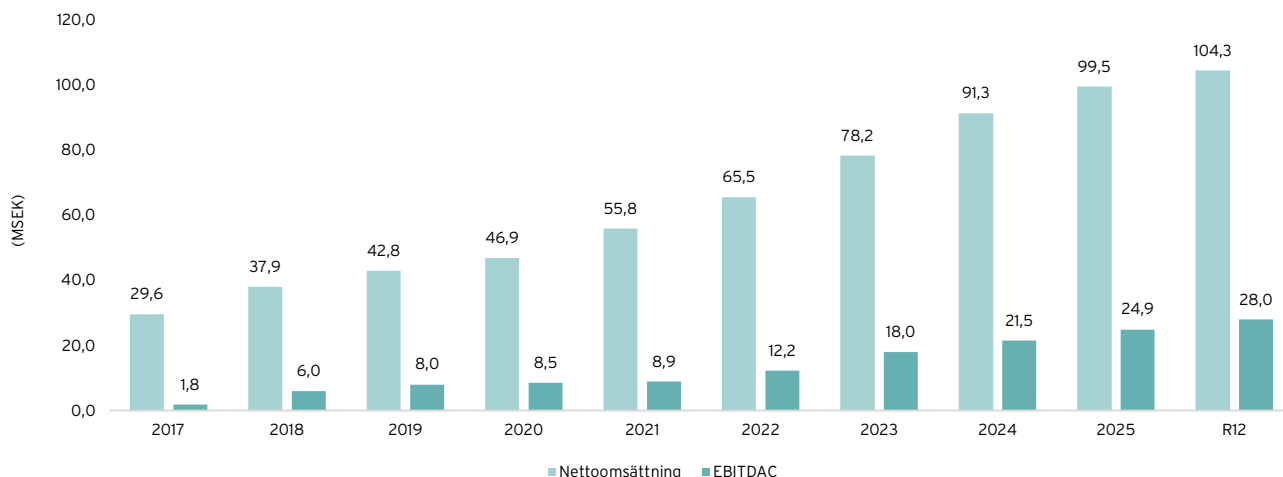
Kalqyls värdering	
Multipel	16x
Motiverat värde 2027E	288
Aktiekurs	243
Uppsida	19%

Opter: Kör inte av vägen

Opter är ett svenskt SaaS-bolag som tillhandahåller ett molnbaserat transportledningssystem (TMS) för åkerier och transportköpare, med fokus på planering, uppföljning och administration av transporter. Bolaget är en ledande aktör i Norden och hjälper sina kunder att effektivisera logistikflöden, minska kostnader och höja kvaliteten i leveranserna. Lösningen är helt digital och webbaserad, vilket innebär att den kan användas av alla företag som arbetar med transporter.

Intäktsmodellen utgörs huvudsakligen av återkommande licensintäkter kompletterat av implementations- och tilläggstjänster. Kundbasen består främst av små och medelstora åkerier samt logistikaktörer i Norden, där digitaliseringsgraden historiskt varit låg men behovet av effektiva IT-system ökar i takt med högre kostnadstryck och regulatoriska krav.

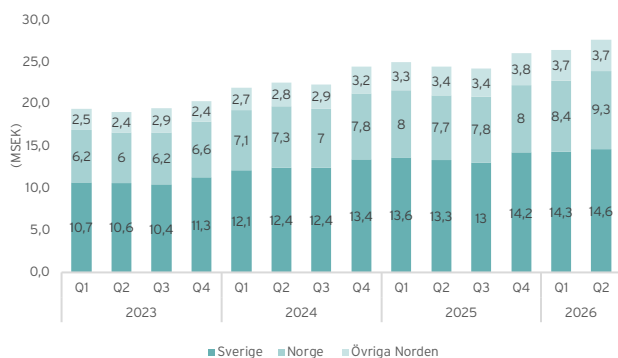
Nettoomsättning och EBITDAC, 2017-R12



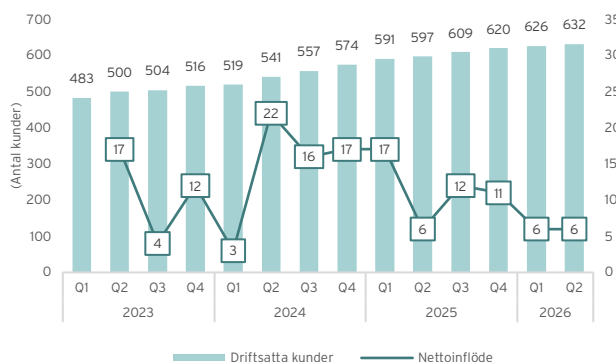
En central drivkraft bakom Opters förbättrade lönsamhet är övergången från traditionella on-premise-lösningar till den egna molnplattformen. Skiftet ökar andelen återkommande intäkter, förbättrar intäktsvisibiliteten och effektiviserar produktuppdateringar. Molnmodellen innebär högre kundinlåsning genom djupare integration i kundernas operativa flöden, vilket bidrar till lägre churn. Samtidigt möjliggör delad infrastruktur tydliga. Andelen kunder som migrerat till molnplattformen har ökat från 39 % till att numera vara omkring 80%, vilket indikerar en strukturell förflyttning mot en mer skalbar och marginalstark intäktsmodell.

Opter är marknadsledande inom sin nisch i Sverige och övriga Norden, där marknaden är relativt konsoliderad och domineras av ett fåtal aktörer. I Danmark och Finland är marknadsstrukturen mer fragmenterad, vilket skapar en annan konkurrensdynamik och större utrymme för strukturell konsolidering. Den samlade adresserbara marknaden i dessa länder uppskattas uppgå till cirka 200-300 MSEK årligen. Tillväxten drivs i samtliga geografier. Baserat på kommunicerade kundavtal på LinkedIn bedömer vi att nyförsäljningen i Danmark har accelererat under den senaste perioden. Givet Opters fortsatt låga marknadspenetration i Danmark och Finland ser vi betydande expansionspotential framgent, genom organisk tillväxt och förstärkt marknadsposition.

Expanderar i Norden



Antal driftsatta kunder



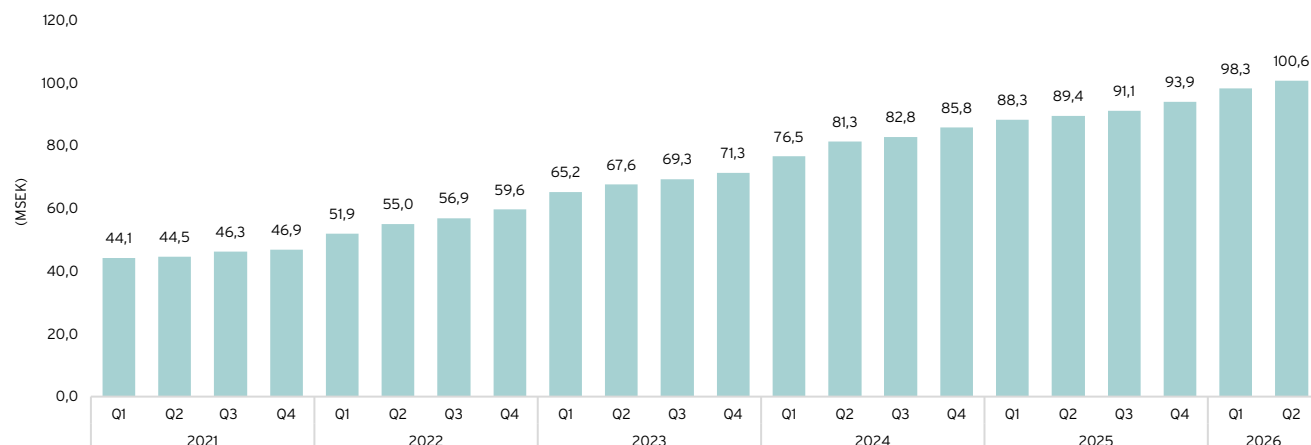
Strukturell motvind i marknaden men fortsatt nyförsäljning

Transportsektorn har under de senaste åren präglats av betydande strukturell motvind. I spåren av pandemin har många mindre åkerier pressats av stigande bränslepriser, ökade personalkostnader och en generellt högre finansiell osäkerhet. Detta har resulterat i en förhöjd

konkursfrekvens och en accelererad konsolidering av marknaden. I samband med noteringen kommunicerade Opter en historisk churn om cirka 5 % under perioden 2010-2020, där omkring 80 % var hänförligt till konkurser eller uppköp. Givet det försämrade marknadsklimatet bedömer vi att churnen varit högre under perioden 2020-2025. Opter uppger själva att bolaget noterade ett ökat antal kundbortfall under det första halvåret 2025 i Danmark och Norge.

Trots ett mer utmanande marknadsläge har Opter uppvisat en robust finansiell utveckling, med en genomsnittlig årlig omsättningstillväxt om 15,9 % och en genomsnittlig EBIT-marginal om cirka 20 % under de senaste åren. Bolagets motståndskraft kan i hög grad förklaras av en diversifierad kundbas, där exponeringen mot enskilda kunder är begränsad och kundbortfall därmed får en relativt låg påverkan.

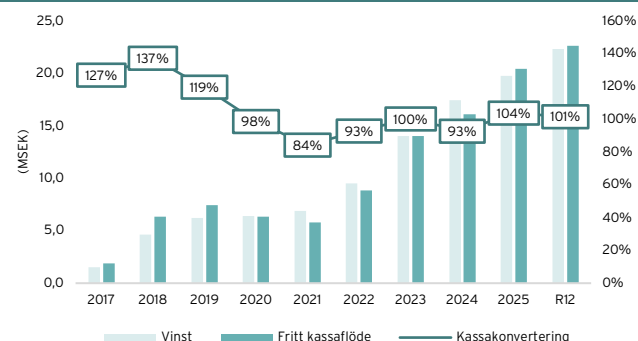
Årligen återkommande intäkter (ARR), Q1'21 - Q2'26



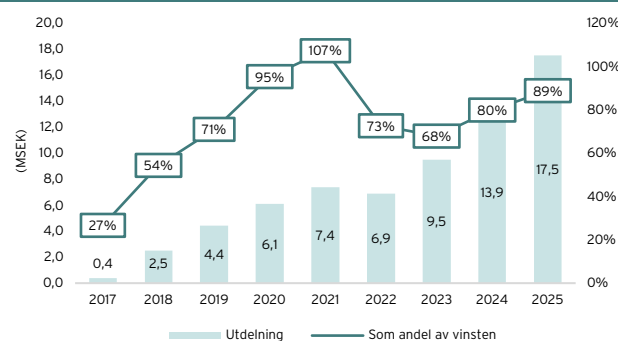
Hög kvalitet på vinsten

Bolagets finansiella ställning förstärker investeringscasen. Opter har inga räntebärande skulder och kostnadsför samtliga utvecklingsutgifter löpande över resultaträkningen, vilket gör lönsamheten konservativt redovisad. Den underliggande kassagenereringen blir därmed väldigt god och tillväxten kan finansieras organiskt utan behov av externt kapital. Detta minskar den finansiella risken och möjliggör även en hög utdelning relativt till vinsten.

Stark kassakonvertering...



...möjliggör hög utdelning



Vi räknar med att tillväxten minskar något till 10% för 2026 och 12% året därefter, drivet av lägre kundinflöde och en mer mogen marknad i Sverige. Däremot förväntar vi oss att lönsamheten fortsätter stärkas av interna effektiviseringar och skalbarheten i affärsmodellen. Med en konservativ multipel om 16x EBITDAC finns en uppsida om 28% för 2027. Därutöver kan investerare förvänta sig en direktavkastning omkring 5% per år.

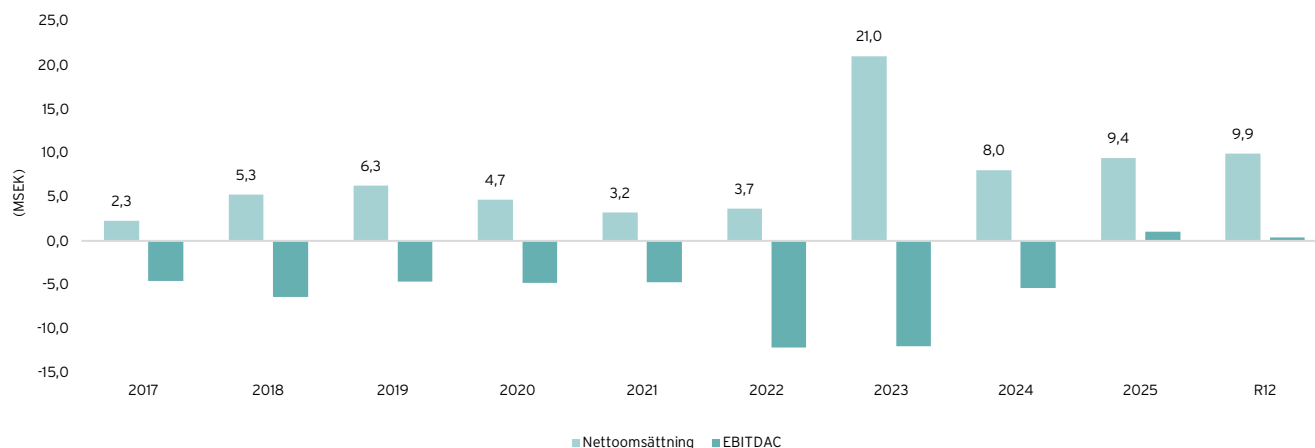
Opter	2024	2025	2026E	2027E	Kalqyls värdering	
Nettoomsättning	91,3	99,5	109,5	122,6	Multipel	16x
% y-o-y	16,7%	9,0%	10,0%	12,0%	Motiverat värde 2027E	99 SEK
EBITDAC	21,5	24,9	29,6	35,5	Aktiekurs	77 SEK
EBITDAC-marginal	23,6%	25,0%	27,0%	29,0%	Uppsida	28%
EV/S	7,3	3,9	4,1	3,6		
EV/EBITDAC	31,1	15,6	15,1	12,5		

OurLiving: Moving into margins

OurLiving är ett svenskt bolag som utvecklar och säljer den digitala boendeplattformen Boappa till bostadsrättsföreningar och samhällsfastigheter. Boappa är en molnbaserad helhetsplattform som samlar kommunikation, dokumentation och administrativa funktioner på ett och samma ställe. Plattformen används av styrelser och boende för att publicera nyheter och meddelanden, hantera medlemsregister, lagra och strukturera styrelsedokument samt tillhandahålla en publik föreningsida riktad mot mäklare och spekulanter.

År 2021 förvärvades OurLiving av Compare-IT, vilket lade grunden för en koncern med ambitionen att bygga ett bredare Prop Tech-erbjudande inom digitalisering av bostäder. Under 2022 genomfördes ytterligare ett förvärv av Solarfuture, en leverantör av solcellsanläggningar. Dessa satsningar, inklusive initiativ inom Smarta Hem, präglades av betydande förluster och bidrog inte positivt till koncernens resultat. I oktober 2023 förvärvades boendeappen Boappa av SBAB för 1 SEK, som vid förvärvstillfället uppvisade betydande förluster. Under 2024 försattes Solarfuture i konkurs, varefter koncernen avvecklade sina tidigare Proptech- och Smarta Hem-satsningar. Detta förklarar den visuellt slagiga och olönsamma historiken, men är således inte representativ för dagens verksamhet.

Nettoomsättning och EBITDAC, 2017-R12

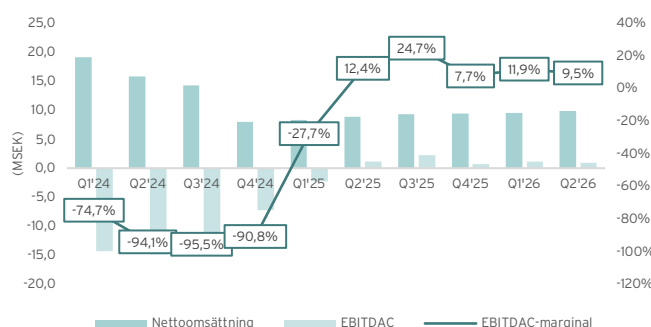


Kostnadsbesparingar följt av tillväxtsatsningar

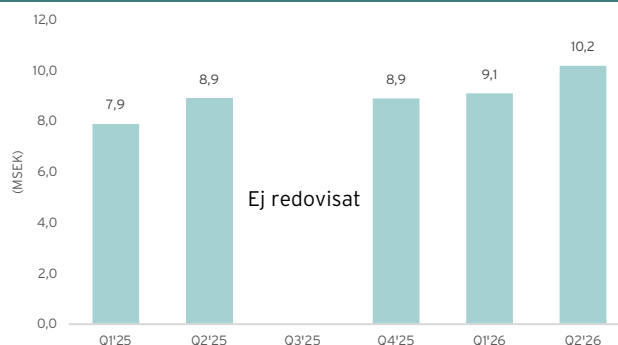
I samband med förvärvet av Boappa bestod kundbasen till största delen av icke-betalande bostadsrättsföreningar, samtidigt som bolaget bar en kostnadsstruktur anpassad för en betydligt större intäktsbas. Under SBAB:s ägande hade omfattande investeringar gjorts i plattformens utveckling, men utan nämnvärda intäkter, vilket resulterade i ett betydande negativt resultat. Efter förvärvet genomförde OurLiving en tydlig omställning av affären. Kostnadsbasen reducerades kraftigt genom personalneddragningar till sju heltidsanställda, samtidigt som Boappa repositionerades från gratisprodukt till en abonnemangsbaserad intäktsmodell.

I samband med konverteringen av befintliga användare ökade intäkterna kraftigt, från 1,6 MSEK under 2023 till cirka 9 MSEK i årligt återkommande intäkter vid utgången av 2024. Affärsmodellen har i princip 100 % bruttomarginal och i kombination med en i huvudsak fast kostnadsbas skapas förutsättningar för betydande operativ hävstång när tillväxten kommer tillbaka. Bolaget har emellertid inte lyckats realisera något större ytterligare lönsamhetslyft det senaste året trots stigande återkommande intäkter. Vi bedömer dock att den underliggande lönsamheten är betydligt starkare, och att bolaget medvetet ökat investeringarna för att monetarisera den låga penetrationen av digitala lösningar bland svenska bostadsrättsföreningar.

Kostnadsbesparingar ger effekt



ARR

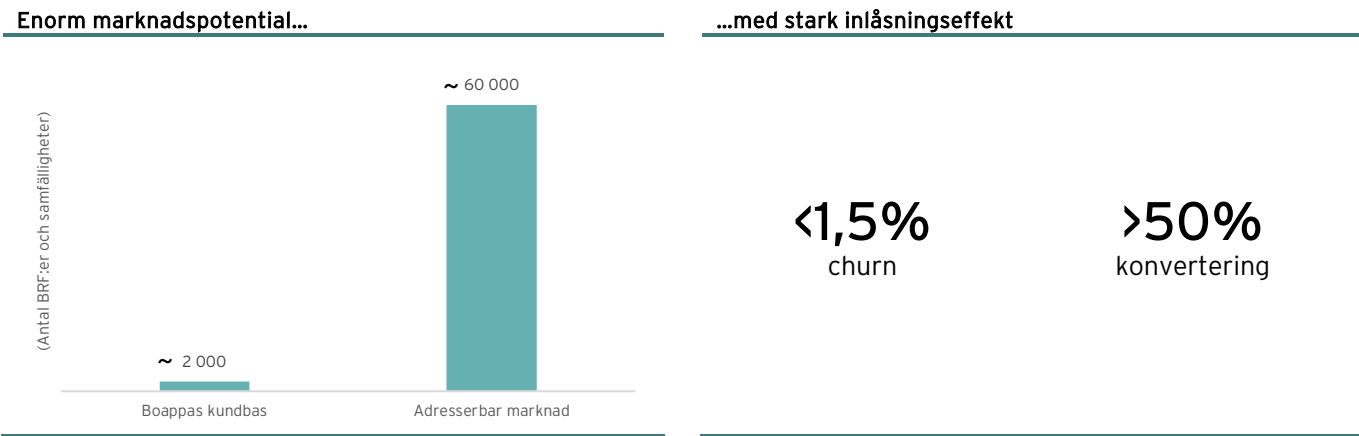


Prishöjningar och förenklad kundanskaffning agerar tillväxt drivare

Boappa har omkring 200 000 användare fördelade på en bra bit över 2 000 betalande bostadsrättsföreningar. Den adresserbara marknaden bedöms samtidigt uppgå till omkring 60 000 bostadsrättsföreningar och samfälligheter i Sverige, vilket innebär att bolagets marknadsandel är låg. Digitala verktyg är alltså relativt lågt implementerade i segmentet, och givet bostadsrättsföreningars konservativa arbetssätt bedöms digitaliseringen ske gradvis snarare än språngvis. Samtidigt talar ökade administrativa krav och ett successivt generationsskifte i styrelser för en långsiktig strukturell efterfrågetrend på digitala boendelösningar.

Under 2026 har bolaget arbetat med systematiska prishöjningar och reducering av rabatter. Tidigare fick föreningar som var medlemmar i Bostadsrätterna en permanent rabatt om 50%. Den nivån har sedan 1 maj ändrats till 25% för befintliga kunder och fortsatt 50% för nya kunder första året. Detsamma gäller för samfälligheter som är medlemmar i Villaägarna. OurLiving kommunicerar inte hur många bostadsrättsföreningar som nyttjar rabatten, men beskriver det som "en relativt stor andel" av bolagets kunder. Intäktsökningar som följer av rabattsänkningarna borde teoretiskt 100% konverteras till vinst, och får fullt genomslag under det andra halvåret.

Boappa introduceras ofta genom kostnadsfri onboarding eller testperiod, varefter beslut om fortsatt användning fattas på styrelsenivå. Detta medför relativt långa säljcykler, men historiskt god konvertering som uppgår till över 50%. En ökande andel av tillväxten bedöms dessutom komma från nyproduktion, där Boappa etableras som standardlösning redan vid inflyttning, vilket stärker både initial konvertering och långsiktig retention. Under senare delen av året har onboardingprocessen effektiviserats, vilket förväntas bidra till högre konverteringsgrad och successivt kortare säljcykler över tid.



Churnen tillåter prishöjningar

Trots den snabba övergången från gratis till betalt uppvisade bolaget en begränsad churn. Enligt bolaget uppgick churnen till under 1,5 % per Q3 2025, vilket indikerar hög stickiness och begränsad konkurrens. Bolaget har sedan dess inte redovisat churnen, men beskriver den som fortsatt "låg" efter prisjusteringarna i Q2'26. Vi menar att dessa faktorer pekar på att bolaget har relativt god prissättningskraft, vilket utgör en möjlighet att arbeta med försiktiga prishöjningar och utfasningar av rabatter. Det blir särskilt attraktivt med tanke på den i stort sett fasta kostnadsbasen och kraftfulla operativa hävstången.

Bostadsrättsföreningar är ideellt drivna organisationer med begränsade incitament att byta system så länge den befintliga lösningen fungerar tillräckligt väl. Boappa används som primär kommunikationskanal mellan styrelse och boende, vilket innebär att ett systembyte kräver ny onboarding av samtliga användare och riskerar att skapa friktion i den löpande förvaltningen. Samtidigt byggs dokumentation, beslutshistorik och medlemsdata successivt upp i plattformen, vilket ytterligare minskar benägenheten att byta leverantör över tid. Dessa praktiska inlåsnings effekter förstärks av att den absoluta årskostnaden är låg i relation till föreningens totala budget. En investering som sparar styrelsen tiotals timmar administration per år kan således bli väldigt attraktiv.

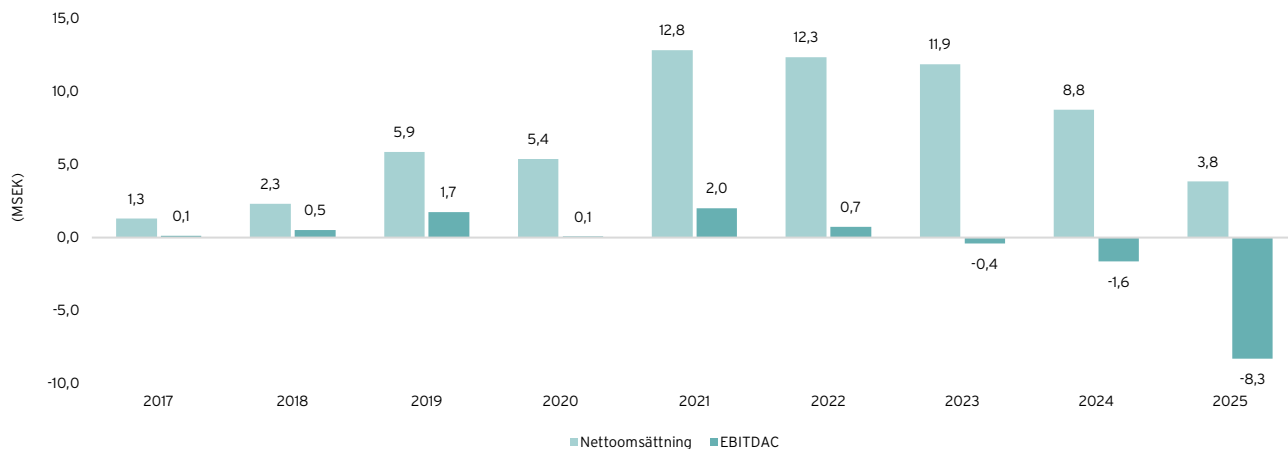
Vi förväntar oss att omsättningen stiger till 11,2 MSEK under 2026 till följd av den växande ARR-basen, men att lönsamheten inte förbättras nämnvärt på grund av tillväxstsatsningar. Genom fortsatta utfasningar av rabatter och strategiska prissättningar tror vi att försäljningen stiger 25% 2027 och att mycket trillar ner på sista raden. Marknadspotentialen är stor, men vi bedömer att nyförsäljningen sker gradvis snarare än abrupt. Aktien är mycket volatil med dålig likviditet. I skrivande stund uppgår emellertid uppsidan till 27% för 2027.

OurLiving	2024	2025	2026E	2027E	Kalqyls värdering	
Nettoomsättning	8,0	9,4	11,2	14,0	Multipel	15x
% y-o-y	-61,9%	17,5%	19,1%	25,0%	Motiverat värde 2027E	0,502 SEK
EBITDAC	-5,4	1,1	1,2	3,5	Aktiekurs	0,396 SEK
EBITDAC-marginal	neg.	11,5%	10,7%	25,0%	Uppsida	27 %
EV/S	3,2	2,9	3,7	2,9		
EV/EBITDAC	neg.	20,3	34,2	11,7		

QBIM: AI-satsning skapar ett mer skalbart bolag

QBIM har över ett decenniums erfarenhet inom business intelligence och dataanalys, där bolaget tidigare bedrivit verksamhet som IT-konsult med både god tillväxt och hög lönsamhet. QBIM har under de senaste sju åren växt sina intäkter med en CAGR på 20,1 %, tillsammans med en lönsamhet på närmare 30 % som högst. Under senare år har fokus successivt skiftat mot en mer mjukvarucentrerad affärsmodell, där renodlade konsultuppdrag prioriterats ned till förmån för utvecklingen av AI-assistenten Q-Sales. Denna omställning innebär inledningsvis en belastning på både intäkter och lönsamhet, men i takt med att mjukvaruintäkterna ökar bedömer vi att lönsamheten har potential att förbättras betydligt.

Nettoomsättning och EBITDAC, 2017-2025

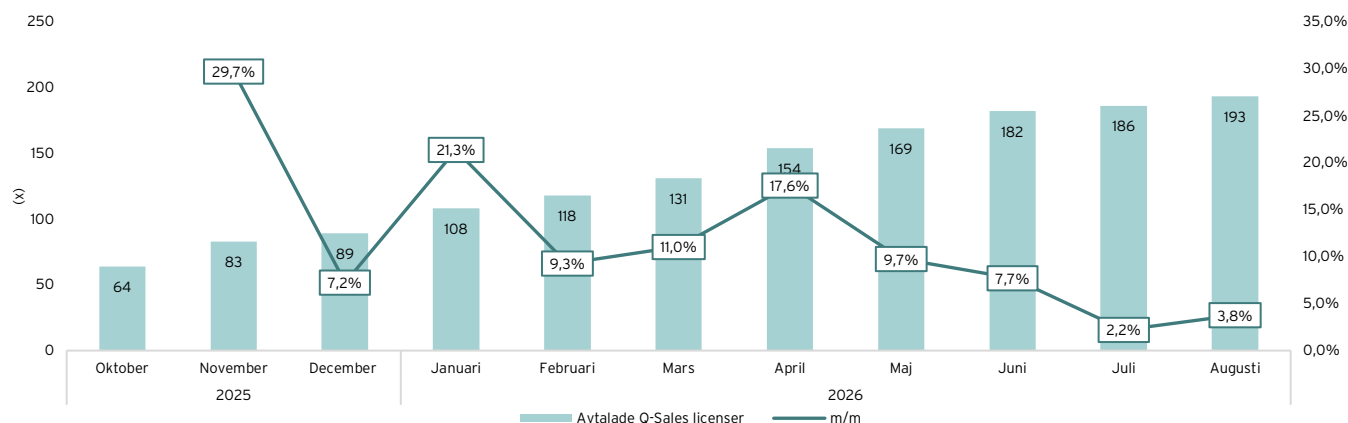


Q-Sales ska visa vägen

Under de senaste åren har QBIM fokuserat fullt ut på att utveckla Q-Sales, en molnbaserad AI-assistent riktad till säljteam. Kommersialiseringen av Q-Sales är sedan ungefär ett år tillbaka i full gång. Under augusti månad rapporterade QBIM att de för tillfället har ett användarantal om 193 användare, samt över 1 000 potentiella licenser fördelat på 70 företag i deras pipeline. I denna pipeline verkar ett större internationellt företag finnas, vilket kan ses som en tidig indikation på mjukvarans potential då försäljningen av mjukvaran enbart varit igång under drygt ett år. Vi är förvånade över den relativt starka pipeline som bolaget byggt upp under kort tid, vilket vi ser positivt på. Bolagets starka pipeline, relativt höga kundinflöde och goda recensioner är något som vi tycker skapar förutsättningar för en stark finansiell utveckling över tid. QBIMs förmåga att möta kundernas behov och anpassa produkten utefter vad kunderna efterfrågar ser vi som en särskild styrka.

Marknaden för AI-assistenter är i ett tidigt stadium men väntas ha en stark utveckling under de kommande åren. Fler säljare väntas prioritera försäljning över administration, vilket QBIMs mjukvara Q-Sales hjälper till med. I takt med att säljteam förstår värdet av att digitalisera processer och effektivisera administration, finns en stor uppsida för denna typ av lösningar. En stor del av QBIMs arbete är nu att nå ut till marknaden och visa för säljare vilket värde de kan skapa genom sin mjukvara. Arbetet innebär initialt höga kundanskaffningskostnader, men i takt med att Q-Sales etablerar sitt varumärke tror vi det finns en stor uppsida genom organisk kundanskaffning. Exempel på organiska kundanskaffningsmedel är genom word-of-mouth, partnerskap samt Quinn-assistenten som naturligt deltar på Q-Sales användares möten vilket skapar naturligt intresse för tjänsten. QBIM rapporterar antalet avtalade Q-Sales-licenser den 6:e varje månad, vilket gör det till ett enkelt nyckeltal att följa.

Q-Sales-licenser, okt 2025 - aug 2026

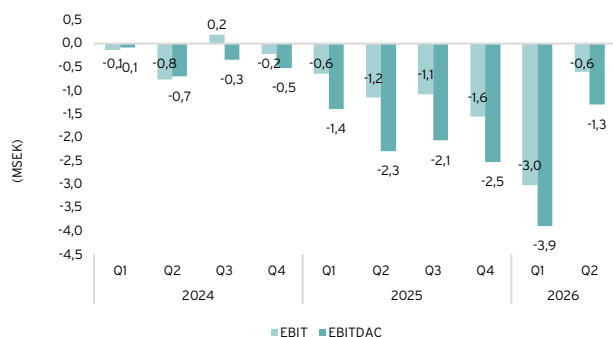


Q2'26: Intäkterna tar sig - men allt är inte mjukvara

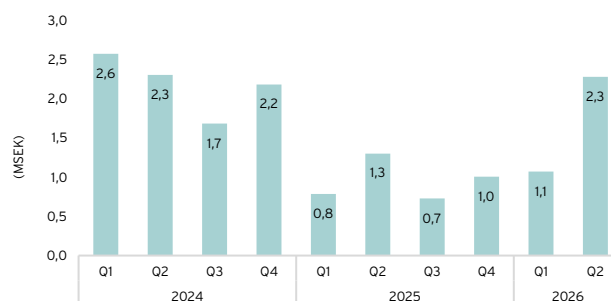
I det andra kvartalet 2026 redovisade QBIM en nettoomsättning om 2,3 MSEK, jämfört med 1,3 MSEK samma period föregående år. Även den underliggande lönsamheten förbättrades där EBITDAC uppgick till -1,3 MSEK (-1,0), och EBIT till -0,6 MSEK (-1,2). Enligt ledningen innehöll kvartalet konsultintäkter kopplade till integrationer av Q-Sales, vilket vi bedömer förklarar delar av intäktsökningen. Trots att dessa intäkter inte nödvändigtvis ska extrapoleras ser vi positivt på att Q-Sales integreras djupare i kundernas befintliga system, eftersom det bör bidra till högre kundlojalitet och lägre churn över tid samtidigt som det gör mjukvaran mer skräddarsydd. Samtidigt innebär en högre andel konsultintäkter att affärsmodellen blir mindre skalbar.

Under kvartalet fortsatte QBIM utvecklingen av Q-Sales, bland annat genom en funktion som möjliggör analys av affärs- och orderdata och integration av Q-Sales med kunders ERP-data. Målet är att automatisera delar av det administrativa CRM-arbetet. Efter kvartalets utgång slutfördes företrädesemissionen som beslutades under Q2, vilket tillförde bolaget cirka 5,9 MSEK. QBIM beskriver sig ha en omfattande försäljningspipeline och dialoger med större organisationer, vilket vid bred konvertering kan stärka intäktstillväxten och lönsamheten väsentligt.

Lönsamheten förbättras...



... samtidigt som intäkterna stiger



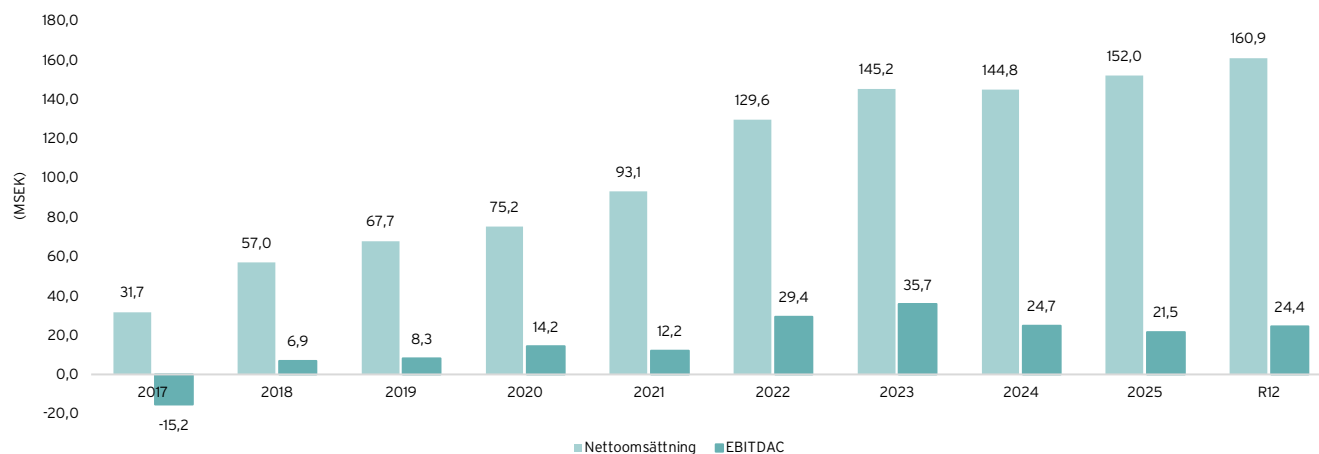
Vi prognostiserar en nettoomsättning om 6,4 MSEK för 2026 och 13,4 MSEK för 2027, drivet av ett accelererande inflöde av Q-Sales-användare som vid slutet av prognoshorisonten når 1100. De stigande mjukvaruintäkterna kommer i sin tur att innebära att EBIT ökar till 1,8 MSEK 2027. Vi inser däremot att osäkerheten i estimaten är mycket hög eftersom Q-Sales inte bevisats i någon större skala. Emissionen förbättrar bolagets finansiella position, men den är fortsatt ansträngd då emissionslikviden sannolikt inte finansierar bolaget längre än några kvartal utan ett betydande lönsamhetslyft. Det är således viktigt att Q-Sales-användningen ökar i snabb takt för att undvika ytterligare kapitalanskaffning som späder ut aktieägarna. Vår motiverade multipel för QBIM uppgår till 15x EBIT, vilket speglar en rabatt mot svenska mjukvarubolag, men är samtidigt något högre än konsultbolag med mjukvaruinslag. Vi anser att detta är rimligt utifrån bolagets affärsmodell, bolagets storlek samt att QBIM ännu inte bevisat sin affärsmodell i större skala. Appliceras den multipln finns en uppsida om 11,2% på 2027:s estimat.

QBIM	2024	2025	2026E	2027E	Kalqyls värdering	
Nettoomsättning	8,8	3,8	6,4	13,4	Multipel	15x
% y-o-y	-26,3%	-56,2%	67,5%	107,9%	Motiverat värde 2027E	0,31 SEK
EBIT	-0,9	-4,4	-4,4	1,8	Aktiekurs	0,28 SEK
EBIT-marginal	-10,6%	-115,7%	-68,3%	13,7%	Uppsida	11%
EV/S	n/a	5,7	3,4	1,6		
EV/EBIT	n/a	neg.	neg.	11,9		

Upsales Technology: Vänder på steken

Upsales Technology är ett SaaS-bolag som utvecklar och säljer en webbaserad sälj- och marknadsföringsplattform för B2B-företag. Plattformen används för att effektivisera hela säljprocessen, från leadgenerering och kundhantering till uppföljning och analys. Upsales kombinerar heltäckande CRM, marknadsföringsverktyg, AI-funktionalitet och datadriven analys i ett system, vilket hjälper kunder att identifiera affärsmöjligheter och öka sin försäljning.

Nettoomsättning och EBITDAC, 2017-R12



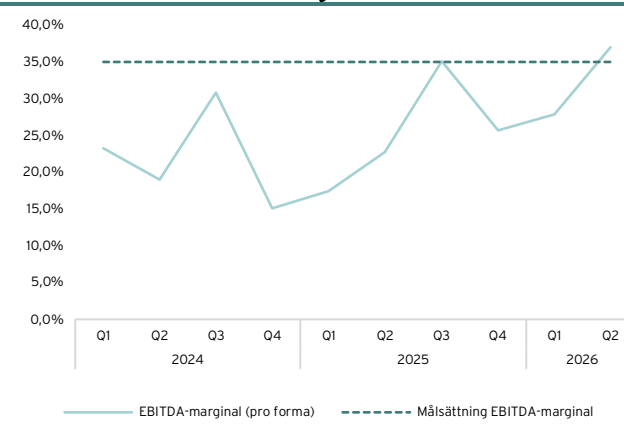
Bolagets finansiella guidning utgör ett tydligt värderingsgolv

Den 14 april meddelade Upsales att styrelsen föreslår att dela ut och särnotera det egenutvecklade AI-bolaget Aira. Aira, som tidigare beskrivits som ett innovationsprojekt, är en AI-driven säljagent för B2B utvecklad för att förenkla och effektivisera säljarens vardag. Avknoppningen väntas flytta kostnader från Upsales till Aira, och således synliggöra den höga lönsamhet som bolaget i grunden har. I kvartalsrapporten valde bolaget att redovisa en proforma justerad resultaträkning, som tydligt visar på de lönsamhetsförbättringar som väntas realiseras under 2026. Parallellt med detta förväntar sig bolaget en intäktstillväxt om 10-15 % för den egna verksamheten samt en EBITDA-marginal överstigande 35 % på helårsbasis från Q2'26 och framåt.

Har levererat i linje med tillväxtguidance..



...och överträffat lönsamhetsguidance

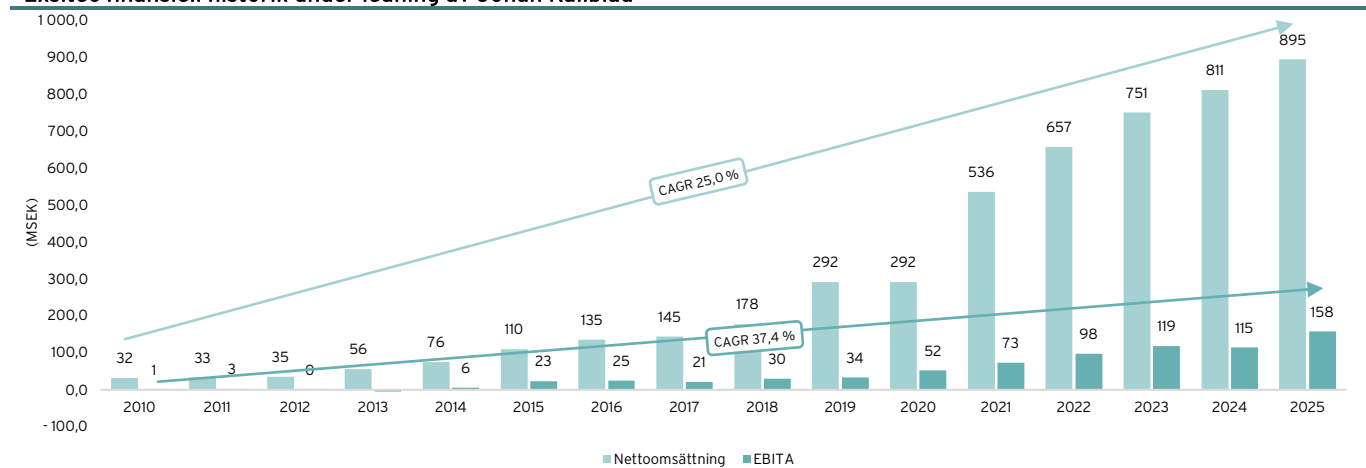


Ny vd efter att grundaren lämnat bolaget

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.

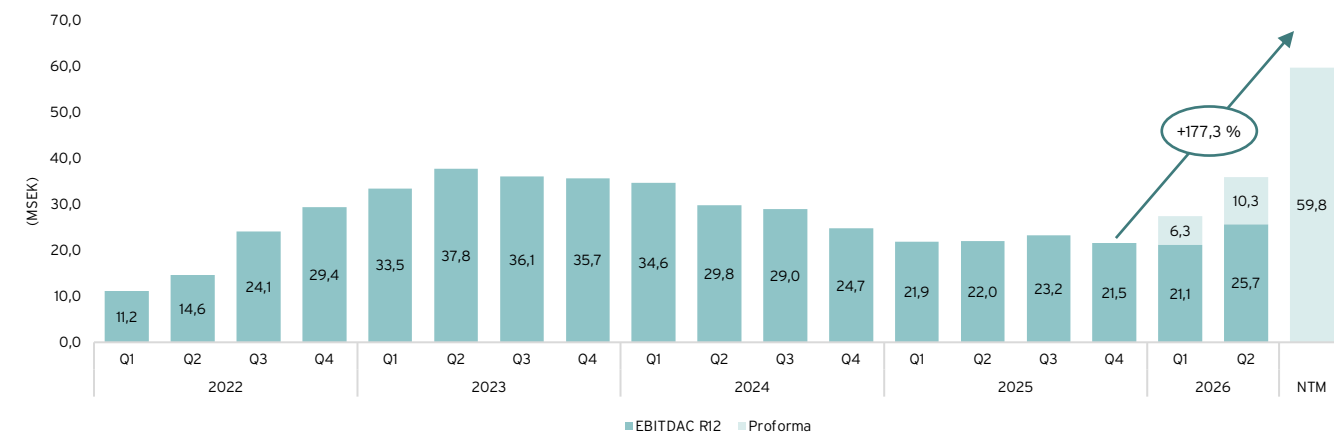
Exsitec finansiell historik under ledning av Johan Kallblad



Mekanisk lönsamhetsökning till följd av avknoppningen

Utvecklingen av Aira det senaste året har belastat Upsales-koncernens lönsamhet, men genom avknoppningen förväntas kostnadsbasen normaliseras till historiska nivåer. Effekten började synas under det andra kvartalet där EBITDA justerat för Aira-relaterade kostnader uppgick till 15,3 MSEK, motsvarande en proforma EBITDA-marginal 37,0%, medan det rapporterade EBITDA-resultatet landade på 10,9 MSEK. Effekten är systematisk och är ingenting som kräver accelererad ARR-tillväxt för att fortsätta. Vi förväntar oss att det resulterar i en proforma EBITDAC om nästan 60 MSEK kommande 12 månaderna, att ställas mot Upsales EV om 452 MSEK. Vi prognostiserar däremot ingen aggressiv ARR-tillväxt utan förväntar oss en modest tillväxt om 10,0% 2026 och 8,2% 2027. Med en multipl om 14x EBITDAC finns en uppsida om 102% på 2027:s estimat. Multipeln ligger i linje med peer-gruppen och innebär en betydande rabatt historiskt när tillväxten var högre.

EBITDAC väntas stärkas avsevärt framåt



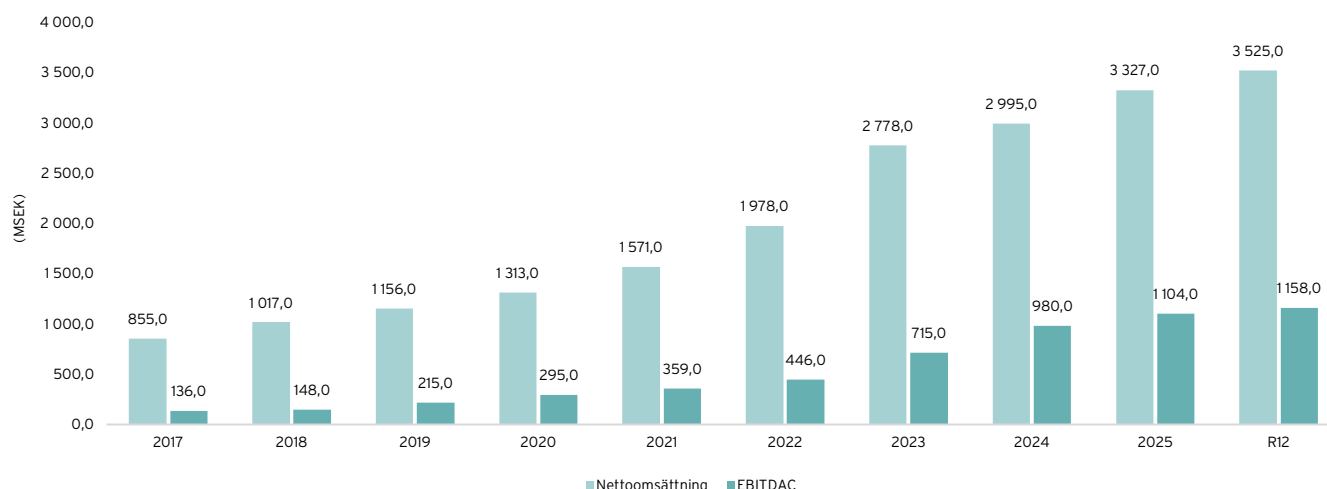
Upsales	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	144,8	152,0	167,3	181,0
% y-o-y	-0,3%	5,0%	10,0%	8,2%
EBITDAC	24,7	21,5	44,3	62,6
EBITDAC-marginal	17,1%	14,2%	26,5%	34,6%
EV/S	3,8	2,9	2,7	2,5
EV/EBITDAC	22,4	20,7	9,6	6,0

Kalqyls värdering	
Multipl	14x
Motiverat värde 2027E	58 SEK
Aktiekurs	29 SEK
Uppsida	102 %

Vitec Software Group: Programmerad för förvärv

Vitec Software är en ledande aktör inom vertikal programvara och utvecklar verksamhetskritiska standardsystem för ett stort antal nischmarknader. Koncernen består av 49 affärsenheter med verksamhet i 13 länder och omkring 27 500 kunder. Produkterna används bland annat inom energi, försäkring, handel, hotell, sjukvård och offentlig förvaltning, där systemen ofta är djupt integrerade i kundernas dagliga verksamhet. Affärsmodellen kännetecknas av en hög andel repetitiva intäkter, långa kundrelationer och betydande byteskostnader. Samtidigt skapar spridningen mellan olika produkter, branscher och geografiska marknader en robust riskspridning. Ingen enskild affärsenhet står för mer än 8 % av omsättningen, medan koncernens tio största kunder tillsammans svarar för omkring 7 %.

Nettoomsättning och EBITDAC, 2017-R12



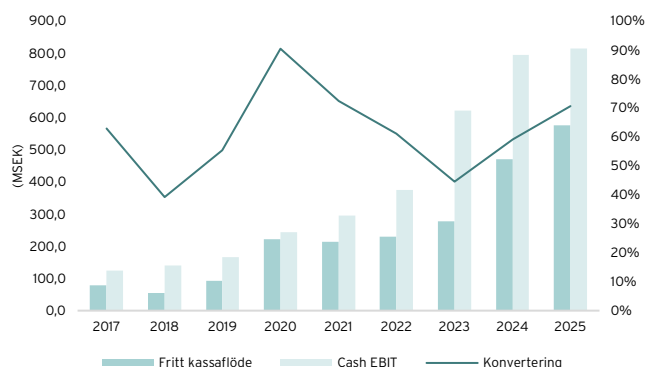
*Sedan Q2'26 har Vitec ändrat redovisningen av de transaktionsbaserade repetitiva intäkterna, vilket påverkat den rapporterade nettoomsättningen negativt med omkring 10%. I diagrammet har vi använt nettoomsättningen enligt de nya redovisningsprinciperna från 2024 och framåt.

En decentraliserad förvärvsmaskin

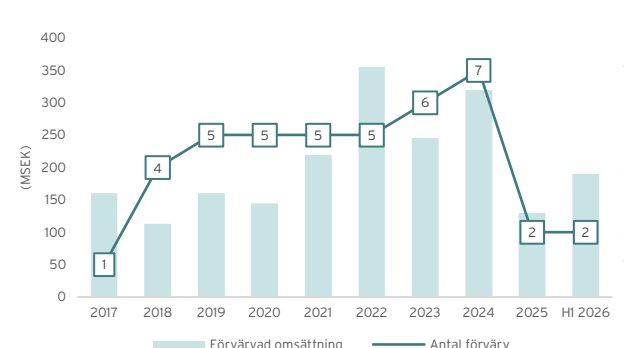
Förvärv har varit avgörande för Vitecs historiska expansion. Mellan 2019 och 2024 genomförde bolaget fem till sju förvärv per år, vilket successivt har breddat koncernen geografiskt och tillfört nya vertikaler. Under 2025 och första halvåret 2026 minskade antalet affärer till två per år, men utvecklingen speglar delvis en mer avvaktande transaktionsmarknad och större genomsnittliga förvärv snarare än en förändrad strategi. Vitec söker etablerade och lönsamma programvarubolag med egna produkter, starka marknadspositioner och en hög andel återkommande intäkter. De förvärvade bolagen behåller i regel ett stort operativt självbestämmande, vilket minskar integrationsrisken och gör Vitec till en attraktiv köpare för entreprenörer som vill sälja utan att verksamheten fullt ut integreras i en större organisation. Den decentraliserade modellen innebär samtidigt att koncernen kan växa utan att centraliserade kostnader ökar i samma takt.

Under Q4 2025 konsoliderades NMG, följt av Autonet och Infometric under första kvartalet 2026. Autonet och Infometric bidrog tillsammans med 83,6 MSEK i omsättning och 23,8 MSEK i EBITA under det första halvåret. Det motsvarar en EBITA-marginal på drygt 28 %, vilket ligger nära koncernens nivå. Förvärven tillför därmed inte bara omsättning utan även lönsamhet av en kvalitet som inte späder ut den befintliga marginalprofilen. Konverteringen från cash EBIT till fritt kassaflöde före förvärv har emellertid inte varit särskilt imponerande där omkring 60% av cash EBIT historiskt trillat ner till kassaflöde. Förvärvsstrategin har även inneburit en relativt hög men disciplinerad nettoskuld, som vid utgången av Q2'26 uppgår till strax över 3x EBITDAC.

Ett växande kassaflöde...



... som allokeras till förvärv

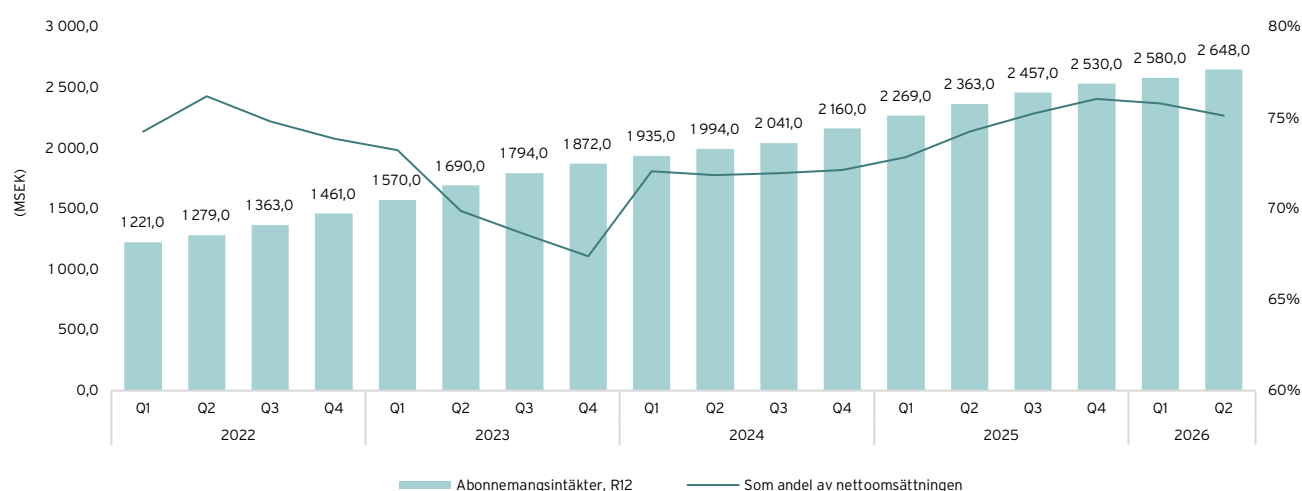


Repetitiva intäkter skapar stabilitet och skalbarhet

Den viktigaste underliggande tillväxt- och lönsamhetsdrivaren är de abonnemangsbaserade intäkterna. Dessa har ökat från 1 221 MSEK på rullande tolv månader i början av 2022 till 2 648 MSEK under andra kvartalet 2026. Tillväxten har varit förhållandevis stabil även när den övriga verksamheten påverkats av svagare konjunktur och lägre transaktionsvolym. Vitec rapporterar sedan ett par år tillbaka inte ARR, men vi bedömer att abonnemangsentäkterna är det närmaste nyckeltalet till ARR.

Den organiska tillväxten i abonnemangsentäkterna uppgick till 6 % under tredje kvartalet 2025, 8 % under det fjärde kvartalet, 6 % under första kvartalet 2026 och 4,4 % under det andra kvartalet. Avmattningen i Q2 bör inte främst tolkas som svagare kundretention eller försämrad konkurrenskraft. En stor del förklaras av att tidigare KPI-kopplade prishöjningar successivt lämnar jämförelsetalen. Ledningen bedömer att den underliggande tillväxten framöver snarare ligger omkring 5-6 %, vilket innebär att Vitec fortsatt kan växa utan något större bidrag från nyförvärv. Den stabila abonnemangsutvecklingen har delvis dolts av större svängningar i de transaktionsbaserade intäkterna. Särskilt Enova, vars intäkter är kopplade till aktivitet och priser på balansenergimarknaden, har skapat volatilitet. Under tredje kvartalet 2025 minskade Enovas intäkter med närmare 50 MSEK jämfört med föregående år, vilket samtidigt belastade bruttovinsten med cirka 11 MSEK. Försämringen var huvudsakligen marknadsdriven och säger relativt lite om utvecklingen i Vitecs övriga programvaruverksamheter. Under Q4 stabiliserades marknaden och i Q2 2026 var Enova ungefär oförändrat, samtidigt som andra transaktionsbaserade verksamheter åter började bidra till tillväxten.

Abonnemangsentäkter R12, Q1'22 - Q2'26



AI-hotet finns i periferin

Vitec har ännu inte sett någon AI-driven kundflykt. Nya AI-baserade konkurrenter konkurrerar främst med mindre funktioner och tilläggsmoduler, snarare än med bolagets centrala verksamhetssystem. Att ersätta dessa system kräver omfattande datamigrering, integration och utbildning, särskilt inom reglerade verksamheter. På kort sikt används AI främst för att effektivisera produktutveckling och drift. Det kan höja produktiviteten och stödja marginalerna utan en större personalökning. På längre sikt finns en intäktsmöjlighet i att sälja AI-baserade funktioner till den befintliga kundbasen. Om funktionerna kan sänka kundernas kostnader eller förenkla processer öppnas även möjligheten till värdebaserad prissättning.

Kundintresset och antalet piloter ökar, men adoptionen sker stegvis och någon bred monetisering är ännu inte bevisad. Risken är heller inte främst att Vitecs kärnsystem snabbt ersätts, utan att andra aktörer tar kontroll över nya gränssnitt och tilläggsfunktioner ovanpå systemen. Vitecs uppgift blir därför att omsätta sin domänkunskap, data och kunddistribution i egna AI-produkter.

Utifrån S&P:s estimat handlas bolaget till 3,4x nettoomsättningen och 10,4x EBITDAC-resultatet. Vi anser att en multipel om 14x EBITDAC är rimlig givet att bolaget har en lång historik av såväl organisk som förvärvad tillväxt, lönsamhet och hög andel återkommande intäkter, men samtidigt relativt svag kassakonvertering och en inbromsande tillväxt. Appliceras den multipeln finns en uppsida om 42,6% på 2027:s estimat.

Vitec (S&P)	2024	2025	2026E	2027E	Kalqyls värdering	
Nettoomsättning	2995	3327	3720	3916	Multipel	14x
% y-o-y	7,8%	11,1%	11,8%	5,3%	Motiverat värde 2027E	375 SEK
EBITDAC	980	1104	1190	1292	Aktiekurs	263 SEK
EBITDAC-marginal	32,7%	33,2%	32,0%	33,0%	Uppsida	43 %
EV/S	8,7	3,8	3,6	3,4		
EV/EBITDAC	26,5	11,5	11,3	10,4		

Tillväxten accelererade i Q2

Under det andra kvartalet 2026 tilltog omsättningstillväxten bland Kalqyls axplock av svenska SaaS-bolag, från 8,8% i Q1 till 10,6%. På det framåtblickande måttet ARR syns samtidigt att en majoritet av bolagen uppvisar tvåsiffrig tillväxt på årsbasis. ARR är dock inte ett standardiserat mått vilket innebär att bolagens definitioner kan skilja sig något. Tillväxttakten kan likväl delas in i ett par kategorier:

>20 %: En ARR-tillväxt över 20 % innebär normalt att bolaget befinner sig i en tydlig expansionsfas. Tillväxten kan komma från nya kunder, merförsäljning, prisökningar eller inte minst från förvärv. De två bolagen i toppen, Vertiseit och Nordtech, genomförde nyligen förvärv som kraftigt blåser upp ARR-tillväxten. Det är därmed centralt att skilja mellan organisk och förvärvad tillväxt. Förvärvad ARR-tillväxt kan vara mycket värdeskapande, men det förutsätter god integration och att churnen inte accelererar. Tillväxten behöver också ställas mot kostnadsutvecklingen - om kostnaderna växer snabbare än de återkommande intäkterna urholkas lönsamheten.

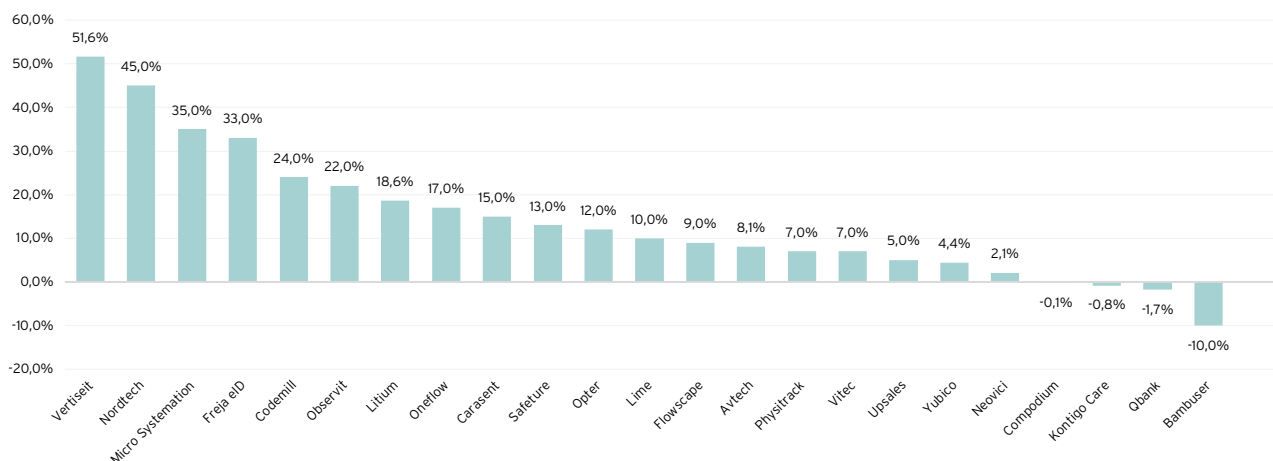
10-20 %: Intervallet 10-20 % är ofta en attraktiv nivå för ett etablerat SaaS-bolag. Intäktsbasen har vanligtvis blivit tillräckligt stor för att enskilda kontrakt får mindre betydelse, samtidigt som bolaget fortfarande kan växa genom både nyförsäljning och merförsäljning. Här blir net revenue retention, NRR, särskilt viktig. En NRR över 100 % innebär att merförsäljning och prisökningar är större än bortfallet från churn. Tillväxt som drivs av den befintliga kundbasen är normalt mer kapitaleffektiv än tillväxt som kräver omfattande nykundsbearbetning. I detta intervall bör även operativ hävstång börja synas. När produktutveckling, support och centrala funktioner redan är på plats behöver inte kostnaderna växa i samma takt som intäktsstillväxten, vilket bidrar till högre marginaler. I denna kategori hittar vi bolag som Lime, Carasent och Opter som länge levererat hög ARR-tillväxt, men där tillväxten svalnat något i utbyte mot högre lönsamhet.

0-10 %: Låg ensiffrig ARR-tillväxt behöver inte innebära en svag affärsmodell. För mogna eller nischade vertikala mjukvarubolag kan en tillväxt på 5-10 % kombineras med låg churn, hög lönsamhet och stark kassagenerering. Den lägre tillväxten kan spegla en mogen marknad eller en medveten prioritering av marginal framför expansion. Bedömningen bör främst utgå från om den befintliga ARR-basen försvaras. Stabil kundretention, löpande prishöjningar och växande intäkt per kund kan göra även måttlig ARR-tillväxt värdefull. Låg tillväxt i kombination med hög churn, svag nyförsäljning och en tung kostnadsbas är däremot ett tydligare varningstecken. I denna kategori finns exempelvis Upsales som kommer från en tuffare period med negativ ARR-tillväxt, men som nu redovisar tillväxt och har ett tydligare fokus på lönsamhet.

<0%: Oförändrad eller negativ ARR är den mest utmanande kategorin eftersom den återkommande intäktsbasen inte längre växer. Orsaken är ofta kundtapp bland bolag med hög kundkoncentration, men kan även bero på svag nyförsäljning, längre implementationsprocesser eller i vissa fall valutaförändringar. Avgörande är om nedgången är tillfällig eller strukturell. Ett enskilt svagt kvartal kan bero på kontraktstiming eller en ovanligt hög jämförelsebas. Flera perioder med negativ net new ARR, fallande retention och begränsad merförsäljning talar däremot för ett mer strukturellt problem. Ett tydligt bekymmer med negativ ARR-tillväxt är att den operativa hävstången fungerar åt båda hållen. När intäkterna minskar är kostnaderna fortfarande relativt fasta, vilket innebär att lönsamheten minskar i högre takt.

ARR-tillväxt är dock inte ett komplett mått, utan måste läsas i kombination med bland annat organisk tillväxt, NRR, churn och marginalutveckling. Ett bolag kan exempelvis tillfälligt redovisa mycket hög ARR-tillväxt tillsammans med hög churn, men i sådana fall är det sällan långsiktigt hållbart eftersom kraven på nyförsäljning och kundanskaffning blir höga. Den mest attraktiva profilen är därför inte nödvändigtvis den högsta rapporterade ARR-tillväxten. Störst värde skapas ofta när tillväxten är organisk, kundbortfallet lågt och den växande intäktsbasen successivt omsätts i högre marginaler och kassaflöde.

ARR-tillväxt y/y under Q2 2026



Lönsamheten skiljer sig markant i sektorn

Det går samtidigt att dela in SaaS-bolagen i fyra grupper utifrån R12 EBITDA-marginal: över 30 %, 20-30 %, 10-20 % och under 10 %. Det är viktigt att notera att EBITDA-marginalen ofta systematiskt överskattar lönsamheten genom att exkludera aktiveringar. Effekten skiljer sig emellertid mellan bolagen.

>30 %: I det högsta intervallet återfinns bolag som nått betydande skala eller fått stöd av en särskilt gynnsam intäktsmix. Vitec kombinerar en bred kundbas med cirka 85-86 % återkommande intäkter och verksamhetskritiska produkter inom flera vertikaler. Den decentraliserade förvärvsmodellen ger hög lönsamhet, men ställer krav på fortsatt kostnads- och kapitalallokeringsdisciplin. Vitec är dock ett av bolagen vars lönsamhet kraftigt överskattas av EBITDA. EBITDAC-marginalen uppgår jämförelsevis till 32,9%, jämfört med 45,3% rapporterad EBITDA-marginal. Lime har byggt en lönsam position inom CRM och vertikal mjukvara, med låg kundkoncentration och en växande bas av återkommande intäkter. Expert services står dock för en betydande del av omsättningen, vilket gör verksamheten mer personalintensiv än ren SaaS men samtidigt mer skräddarsydd och affärskritisk för kunden.

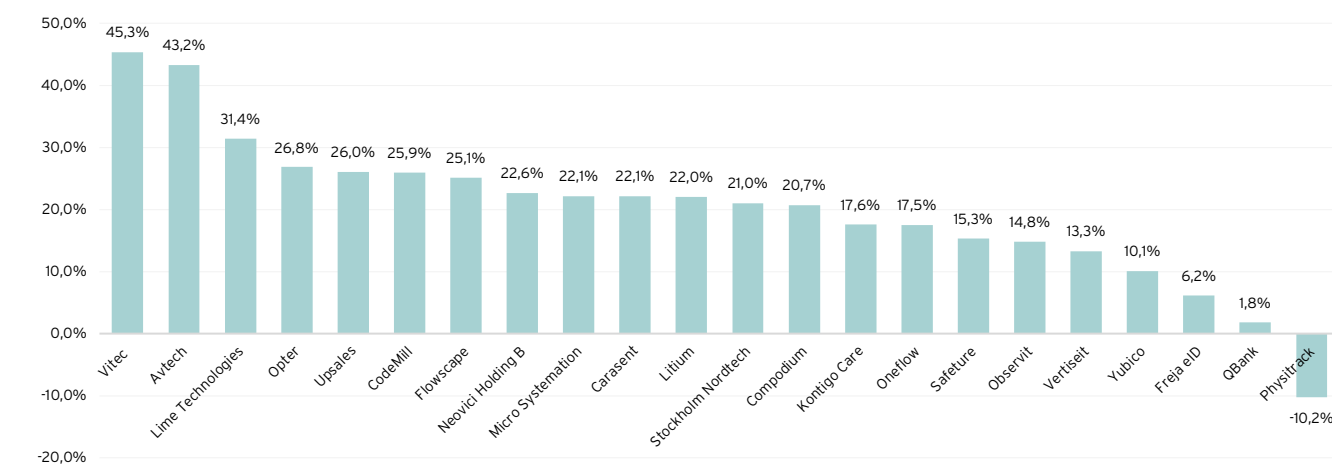
20-30 %: Intervallet 20-30 % är typiskt för lönsamma SaaS-bolag som nått skala men fortsatt investerar i produkt, försäljning eller geografisk expansion. Opter gynnas av en tydlig transportvertikal och omkring 90 % återkommande intäkter, medan Upsales kombinerar en abonnemangsandel över 90 % med en EBITDA-marginal på drygt 26 %. För Upsales är nästa steg beroende av att effektiviseringarna följs av högre ARR-tillväxt. Carasent har över 90 % återkommande intäkter, låg churn och net revenue retention över 100 %, vilket ger goda förutsättningar för marginalexpansion. CodeMill och Litium befinner sig i tydligare investeringsfaser, där övergången mot mer skalbara produkt- och molnintäkter kortsiktigt belastar resultat och kassaflöde men kan stärka marginalprofilen över tid.

10-20 %: Bolag i det lägre mittenintervallet har ofta goda enhetsekonomier men ännu inte tillräcklig omsättningsskala för att fullt bära kostnaderna för utveckling, försäljning och internationell expansion. Oneflow hade 98 % återkommande intäkter och 92 % bruttomarginal, samtidigt som ARR per anställd ökade kraftigt. Det indikerar operativ hävstång, även om den sätesbaserade prissättningen skapar känslighet för kundernas personalstyrkor. Safeture har en liknande profil med hög abonnemangsandel, stark bruttomarginal och låg churn. Den lägre EBITDA-marginalen speglar främst långa säljcykler och fortsatt kommersiell investering. Vertiseit och Observit är mindre renodlade jämförelseobjekt eftersom konsulting, systemleveranser respektive hårdvara sänker bruttomarginalen och ökar variationen mellan perioderna.

<10 %: I det lägsta intervallet återfinns bolag som ännu saknar tillräcklig skala eller där kostnadsbasen ligger före intäkterna. Freja eID har stark utveckling inom digital identitet, men lönsamheten hålls tillbaka av investeringar, långa säljcykler och ett mindre fulfilment-segment. QBank har en hög abonnemangsandel, men intäktsbasen är fortfarande för liten för att fullt absorbera produkt-, support- och försäljningskostnaderna. En låg EBITDA-marginal behöver sammanfattningsvis inte innebära en svag affärsmodell, men kräver en trovärdig väg till skala. På motsvarande sätt är en hög marginal mest värdefull när den stöds av återkommande intäkter, god retention och stark kassakonvertering.

Det finns sammantaget en relativt tydlig trend att bolagen som redovisar hög lönsamhet samtidigt har något lägre ARR-tillväxt, och vice versa. Det stödjer resonemanget att bolagen med lägre marginaler inte nått en tillräcklig intäktsbas än, men att lönsamheten tilltar när de skalbara återkommande intäkterna fortsätter att växa i högre takt än kostnaderna. Samtidigt finns det mindre välskötta bolag som varken uppvisar god tillväxt eller särskilt imponerande marginaler.

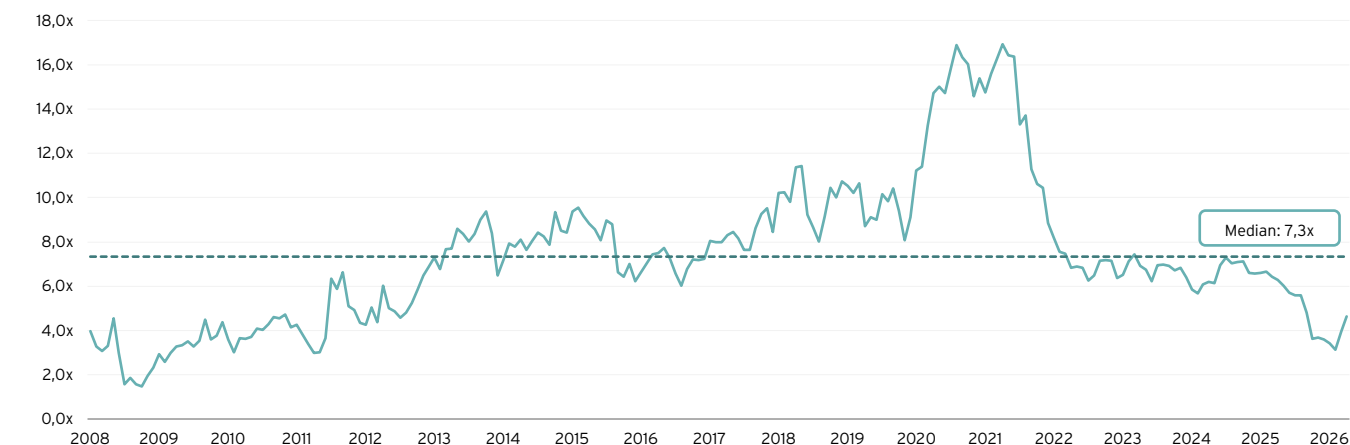
EBITDA-marginal R12



Värderingarna faller globalt

SaaS Capital Public Index följer medianvärderingen för ett urval börsnoterade, amerikanska, renodlade B2B SaaS-bolag. Diagrammet nedan visar hur ARR-multipeln (P/ARR) fluktuerat sedan 2008, där man kan se två tydliga multipelkontraktioner 2022 och inledningen av 2026. Det är värt att notera att indexets ARR definieras som senaste kvartalets omsättning multiplicerat med fyra. Traditionellt definieras ARR istället som årsvärdet av bolagets återkommande abonnemangsinntäkter vid slutet av perioden. För fem år sedan, i augusti 2021, toppade multipeln på 16,93x, och har sedan dess fallit till 4,60x. Den maximala drawdown:en var 82%. Det påvisar att fallande värderingar bland SaaS-bolag inte bara är ett svenskt fenomen, utan också ett globalt där multipelkontraktionen i USA var ännu kraftigare.

ARR-multipel bland amerikanska SaaS-bolag, 2008-idag (SaaS Capital Public Index)

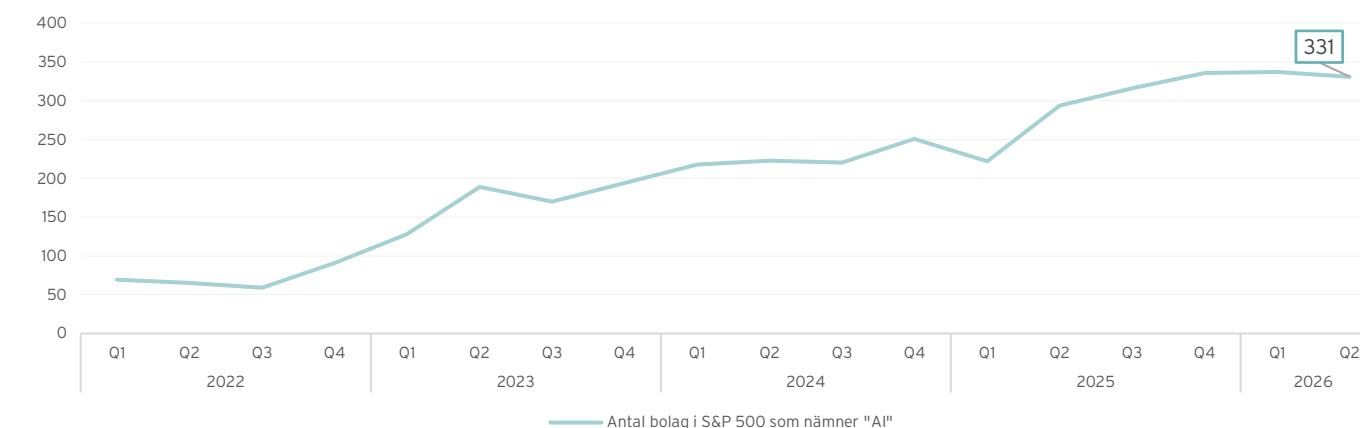


Källa: SaaS Capital

AI är ännu hetare på andra sidan Atlanten

Under det andra kvartalet 2026 nämndes AI i 331 av 493 genomförda rapportsamtal bland bolagen i S&P 500, motsvarande 67 %. Det var tredje kvartalet i följd som andelen översteg 65 %. Spridningen mellan sektorer visar samtidigt att AI inte längre främst är en fråga för mjukvaru- och teknikbolag. Inom informationsteknik nämnde 97 % av bolagen AI, men motsvarande andelar uppgick även till 91 % inom finans och 90 % inom kommunikationstjänster. AI har därmed blivit en bred fråga om investeringar, produktivitet och konkurrenskraft i näringslivet. Antalet omnämnanden bör dock inte likställas med faktisk kommersiell betydelse. Måttet visar hur stor plats AI tar i bolagens kommunikation, men säger inte hur många produkter som har lanserats, hur snabbt kunderna adopterar dem eller om investeringarna genererar avkastning. Den höga nivån bekräftar därför främst att AI har blivit en central strategisk fråga.

Omnämnande av "AI" i Conference Calls



Källa: Factset

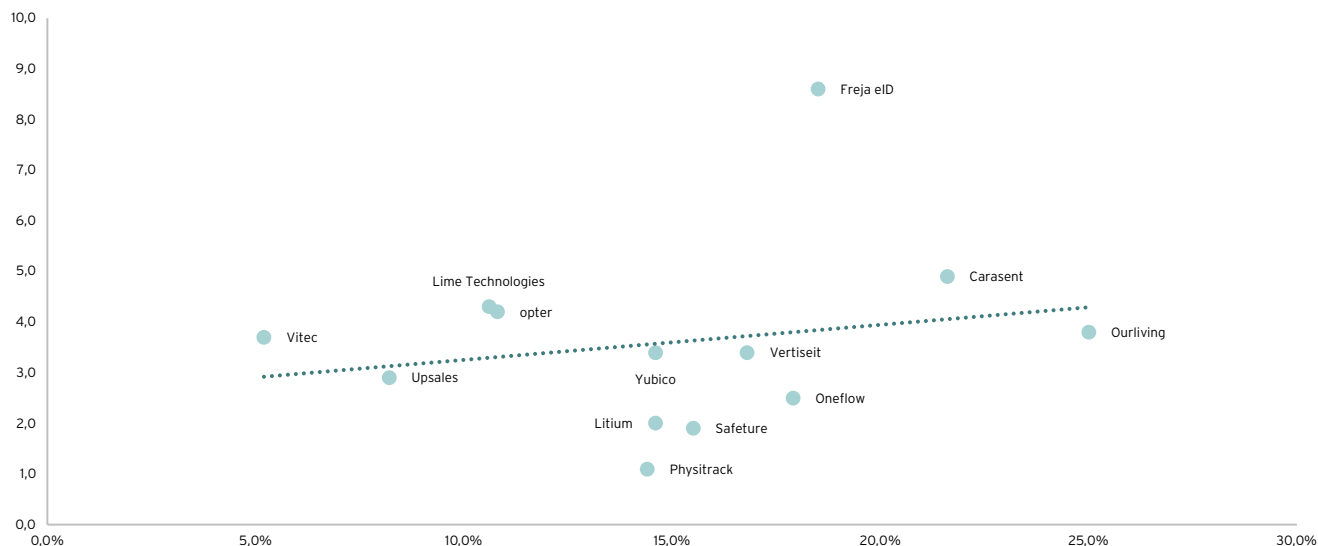
AI-intresset och SaaS-värderingarna går åt olika håll

Den breda uppmärksamheten kring AI sammanfaller med att värderingen av renodlade SaaS-bolag ligger tydligt under sitt historiska medianvärde. Det speglar både normaliserade tillväxtförväntningar, ett högre avkastningskrav och en ökad osäkerhet kring hur AI påverkar etablerade affärsmodeller. Sambandet innebär inte att AI ensamt har orsakat multipelkontraktionen. Däremot visar utvecklingen att marknaden blivit mer selektiv. Bolag som kan använda AI för att höja kundvärdet och stärka produktiviteten kan gynnas, medan produkter med låg differentiering, svaga byteskostnader och stort beroende av användarbaserad prissättning riskerar att möta en högre riskpremie.

Värderingar mellan konkurrenter

Ett relevant perspektiv är att jämföra hur bolagens förväntade omsättningstillväxt förhåller sig till värderingen. Diagrammet nedan kombinerar jämförelsebolagens estimerade tillväxt för 2027E med deras EV/S R12M. Korrelationen mellan tillväxten och värderingen på omsättningsmultipl är tämligen svag, vilket understryker att alla intäkter inte är likvärdiga. Hög andel återkommande intäkter från vertikal mjukvara med hög lönsamhet premieras, medan lägre intäktskvalitet från horisontell mjukvara med bristfällig lönsamhet inte får samma premie.

Tillväxt 2027E mot EV/S R12M

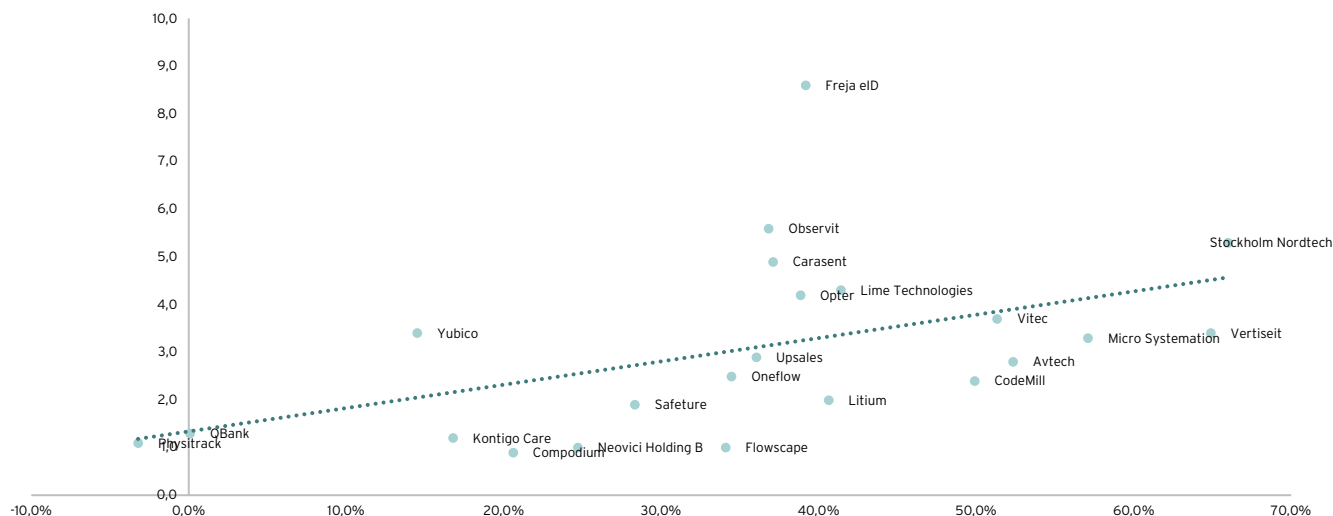


Källa: S&P, Kalqyl Research

Rule of 40 kombinerar omsättningstillväxt och EBITDA-marginal för att mäta hur väl ett SaaS-bolag balanserar tillväxt och lönsamhet. En tumregel är att ett värde över 40,0 % anses starkt, medan ett lägre värde signalerar en svagare kombination. Vi har valt att använda ARR-tillväxt i stället för omsättningstillväxt för att få en framåtblickande bild över bolagens återkommande mjukvaruintäkter.

I diagrammet nedan ställs Rule of 40 i relation till EV/S (LTM) för jämförbara bolag. Enligt Rule of 40-metodiken kan bolag som ligger under trendlinjen betraktas som undervärderade, de på linjen som rimligt värderade och de över linjen som övervärderade i förhållande till sin tillväxt och lönsamhet. Det är emellertid ett förenklat budskap. Korrelationen i detta diagram är desto starkare, vilket tyder på marknadens fokus på lönsamhet.

Rule of 40 mot EV/S LTM



Källa: Kalqyl Research

Källförteckning

1. <https://www.saas-talent.com/insights/300b-evaporated-in-saas-apocalypse-what-saas-leaders-must-do-now>
2. <https://www.scb.se/hitta-statistik/statistik-efter-amne/forskning-och-det-digitala-samhallet/ovrigt/artificiell-intelligens-i-1.sverige/pong/statistiknyhet/artificiell-intelligens-i-sverige-2026/>
3. https://www.statistikdatabasen.scb.se/pxweb/sv/ssd/START_NV_NV0116_NV0116D/KopMolnTjanst/
4. <https://ec.europa.eu/eurostat>
5. <https://www.saas-capital.com/the-saas-capital-index/>
6. <https://insight.factset.com/more-than-65-of-sp-500-earnings-calls-for-q2-cited-ai>

Disclaimer

Kalqyl bedriver verksamhet avseende bolags- 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 vissa av de analyserade Bolagen har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller på löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

Åsikter och slutsatser som återfinns i analysen är enbart avsedda 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

En eller flera på FairValue och Kalqyl äger aktier i nämnda bolag