

2026-10-23

Upsales redovisade en nettoomsättning om 42,3 MSEK (38,2) under det tredje kvartalet, motsvarande en tillväxt om 10,9 % (7,0). De årligen återkommande intäkterna (ARR) uppgick till 154,6 MSEK (147,7), motsvarande en ökning med 4,7 % (6,8) på årsbasis och 0,4 % (0,7) jämfört med föregående kvartal. EBITDA uppgick till 19,5 MSEK (13,4), motsvarande en EBITDA-marginal om 46,1 % (35,1). Aktiverat arbete för egen räkning uppgick till 1,0 MSEK (2,5), vilket innebar att EBITDAC uppgick till 18,5 MSEK (10,9). Periodens kassaflöde uppgick till 3,8 MSEK (-3,5) och kassan till 36,4 MSEK (20,5).

Stark lönsamhet men fortsatt begränsad ARR-utveckling

Nettoomsättningen ökade med 10,9 % till 42,3 MSEK (38,2), varav 1,6 MSEK avsåg en engångsintäkt från ett partnerskap. Justerat för denna uppgick omsättningstillväxten till 6,7 %. ARR uppgick till 154,6 MSEK (147,7), motsvarande en ökning på 4,7 % på årsbasis och 0,6 MSEK sekventiellt. Rörelsekostnaderna före avskrivningar minskade med 12,8 % till 23,8 MSEK (27,4), främst till följd av lägre personalkostnader och externa kostnader efter avknoppningen av Aira. EBITDA ökade med 45,4 % till 19,5 MSEK (13,4), motsvarande en marginal på 46,1 % (35,1). Aktiverade utvecklingskostnader minskade till 1,0 MSEK (2,5). EBITDAC ökade med 70,6 % till 18,5 MSEK (10,9), motsvarande en marginal på 43,8 % (28,5). Exklusive engångsintäkten uppgick EBITDAC-marginalen till cirka 41,6 %. Kvartalet synliggjorde därmed Upsales höga lönsamhet efter avknoppningen av Aira, men visade också en fortsatt begränsad ARR-utveckling.

Tydligare tillväxtagenda men effekterna dröjer

Tillväxten i ARR bromsade in från 5,6 % i Q1 till 5,0 % i Q2 och 4,7 % i Q3. Bolagets nya vd, Johan Kallblad, hänvisar till ett fortsatt avaktande marknadsklimat, stark konkurrens och ett säsongsmässigt svagt tredje kvartal. Han framhåller också att bolagets egen kommersiella förmåga behöver förbättras, med större fokus på kundernas affärsproblem och mindre på tekniska produkttegenskaper. För att stärka tillväxten prioriteras ett snabbare och enklare användargränssnitt, fem branschpassade erbjudanden samt selektiva rekryteringar inom försäljning och marknadsföring. Branscherbjudandena riktas mot områden där Upsales redan har en stark position och etablerade kundrelationer. De bygger på en gemensam produktplattform och ska tydliggöra kundnyttan, öka träffsäkerheten i försäljningen och förenkla införandet för nya kunder. Ledningen ser potential att ungefär fördubbla nykunds-försäljningen på omkring 18 månaders sikt genom bättre prioriteringar och ökad försäljningskapacitet. Ambitionen är högre uthållig tillväxt med fortsatt hög lönsamhet, men tydligare tillväxteffekter kan enligt ledningen kräva omkring 12 till 15 månader. Bolaget avser även att presentera nya långsiktiga finansiella mål i samband med bokslutet, vilket väntas tydliggöra ambitionerna för tillväxt och lönsamhet.

Outlook

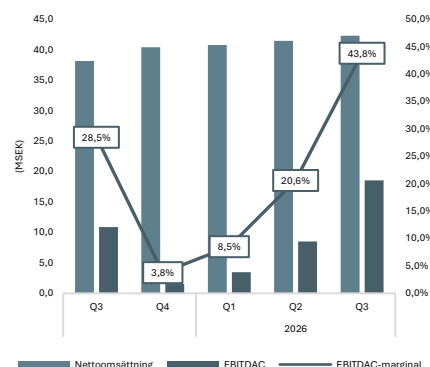
Rapporten var omsättningsmässigt och resultatmässigt ungefär i linje med våra förväntningar, men ARR-utvecklingen var något svagare. EBITDAC översteg vårt estimat med 1,8 %, även om engångsintäkten bidrog till utfallet. Kvartalet bekräftar Upsales höga intjäningsförmåga efter avknoppningen av Aira. Vi ser positivt på den mer fokuserade tillväxtstrategin, men räknar med att genomslaget tar längre tid än tidigare antaget. Lägre ARR-inflöde ger en svagare ingång i 2027 och lägre prenumerationsintäkter. Vi har även sänkt förväntningarna på konsultintäkterna. Nettoomsättningen och EBITDAC för 2026E lämnas i princip oförändrade. För 2027E sänks nettoomsättningen med 3,5 % och EBITDAC med 9,3 %. Kostnaderna justeras endast marginellt, vilket ger ett större genomslag på resultatet. Marginalerna väntas normaliseras från Q3:s höga nivå, men förbättras på helårsbasis när kostnaderna för Aira lämnar jämförelsen. Osäkerheten kring tillväxthämtningen motiverar även en lägre värderingsmultiplikator på 12x EV/EBITDAC (14x). Vårt nya motiverade värde för 2027E uppgår till 46,0 SEK per aktie, motsvarande en uppsida på 63,7 %.

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	145,2	144,8	152,0	167,3	174,6
Tillväxt y-o-y	12,1%	-0,3%	5,0%	10,1%	4,3%
Aktiverat arbete	6,9	7,1	17,1	8,5	5,7
Summa intäkter	152,7	152,1	169,4	176,1	180,5
EV/S	3,0	3,0	2,9	2,6	2,5
Rörelsekostnader	-110,0	-120,3	-130,8	-123,2	-118,0
Tillväxt y-o-y	5,9%	9,3%	8,8%	-5,8%	-4,2%
EBITDA	42,6	31,9	38,6	52,9	62,5
EBITDA-marginal	29,4%	22,0%	25,4%	31,6%	35,8%
EBITDAC	35,7	24,7	21,5	44,4	56,8
EBITDAC-marginal	24,6%	17,1%	14,2%	26,5%	32,5%
Tillväxt y-o-y	21,6%	-30,7%	-12,9%	105,9%	27,9%
EV/EBITDAC	12,2	17,7	20,3	9,8	7,7
EV/EBITDAC inkl. kassauppb.	-	-	-	9,6	6,7

Fakta

VD	Johan Kallblad
Lista	First North
Ticker	UPSALE
Aktiekurs (SEK)	28,1
Antal aktier (Miljoner)	16,8
Börsvärde (MSEK)	473,2
Nettokassa (MSEK)	36,4
EV (MSEK)	436,8
Insiderägande	14,2%
Nästa rapport	2027-02-17

Kvartalsutveckling

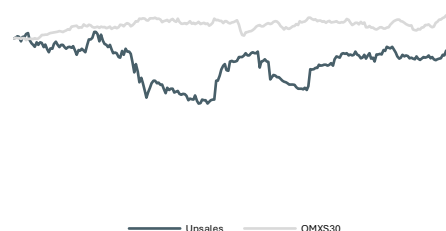


Analytiker

Pontus Fredriksson

pontus@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Upsales	0,0	+1,0	-10,9

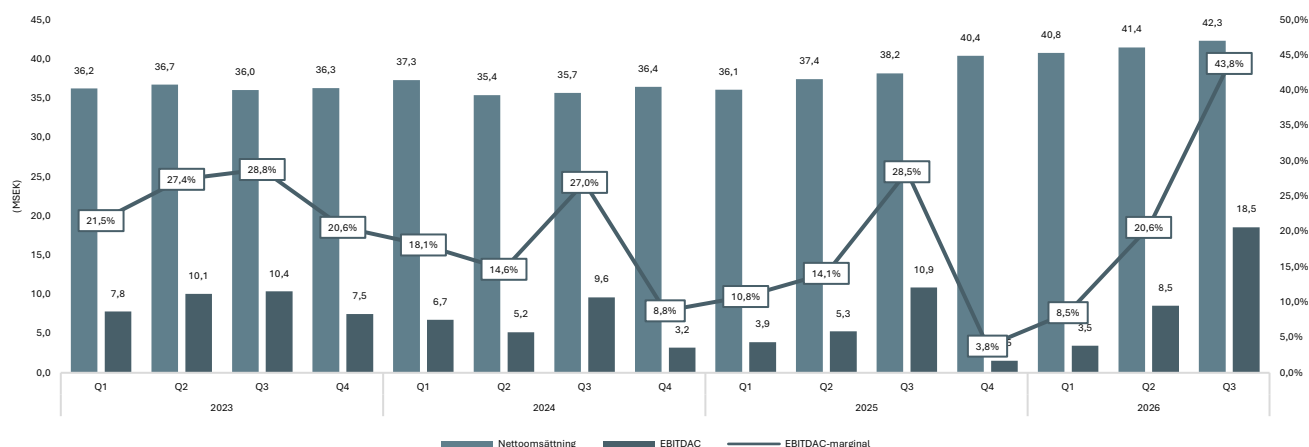
Hög lönsamhet efter avknoppningen av Aira

Nettoomsättningen ökade med 10,9 % till 42,3 MSEK (38,2). Prenumerationsintäkterna uppgick till cirka 39,1 MSEK (36,6), motsvarande en ökning på 6,8 %. Omsättningen inkluderade även en engångsintäkt från ett partnerskap på 1,6 MSEK. Exklusive denna uppgick tillväxten till 6,7 %. ARR ökade med 4,7 % till 154,6 MSEK, med en sekventiell nettoaddering på 0,6 MSEK (1,0). Tillväxttakten avtog därmed från 5,0 % i Q2. Att prenumerationsintäkterna växer snabbare än ARR förklaras av att kvartalets intäkter även speglar avtal som byggts upp under tidigare perioder. Den svagare nettoadderingen riskerar därför att successivt begränsa omsättningstillväxten framåt.

Rörelsekostnaderna före avskrivningar minskade med 12,8 % till 23,8 MSEK (27,4). Övriga externa kostnader minskade med 2,0 MSEK till 10,8 MSEK och personalkostnaderna med 1,6 MSEK till 12,9 MSEK. Utvecklingen speglar avknoppningen av Aira och tidigare genomförda effektiviseringar. Semesterperioden bidrog också till lägre personalkostnader. Jämfört med Q2:s proformerade kostnadsbas, där Aira och avknopningskostnader exkluderats, minskade kostnaderna med cirka 3,9 MSEK. Antalet anställda uppgick vid kvartalets slut till 48, jämfört med 51 i Q2 och 69 föregående år.

EBITDA ökade med 45,4 % till 19,5 MSEK (13,4), motsvarande en marginal på 46,1 % (35,1). Resultatförbättringen på 6,1 MSEK förklaras främst av högre nettoomsättning och lägre rörelsekostnader, vilka bidrog med 4,1 respektive 3,5 MSEK. Lägre aktiveringar motverkade förbättringen med 1,6 MSEK. EBITDAC ökade därför snabbare än EBITDA och uppgick till 18,5 MSEK (10,9), motsvarande en marginal på 43,8 % (28,5). Lägre aktiveringar minskar resultatets beroende av balanserade utvecklingsutgifter och stärker kvaliteten i den redovisade intjäningen. Exklusive engångsintäkten uppgick EBITDAC till cirka 16,9 MSEK, med en marginal på 41,6 %. Kvartalet bekräftar därmed en strukturellt hög intjäningsförmåga efter Aira, även om engångsintäkten och semesterperioden gör marginalnivån mindre representativ för kommande kvartal.

Finansiell utveckling



Utfall vs estimat

Nettoomsättningen kom in något över våra förväntningar, men utfallet gynnades av en engångsintäkt från ett partnerskap. ARR utvecklingen var något svagare än väntat, med en lägre sekventiell nettoaddering än vi estimerat. Detta indikerar att försäljningsutvecklingen ännu inte har förbättrats i den takt vi tidigare hade räknat med. Rörelsekostnaderna var i linje med prognosen. Lägre aktiveringar medförde att EBITDA kom in något under våra förväntningar, men EBITDAC kom in något över estimatet. Sammantaget var den rapporterade lönsamheten ungefär som vår prognos, även om engångsintäkten bidrog till utfallet.

Utfall vs Estimat Q3 2026

(MSEK)	Q3'25	Q4'25	Q1'26	Q2'26	Q3'26A	Q3'26E	Diff.
ARR	147,7	153,0	152,9	154,0	154,6	155,5	-0,6%
Tillväxt y-o-y	6,8%	7,8%	5,6%	5,0%	4,7%	5,3%	-0,6pp
Sekventiell addering	1,0	5,3	-0,1	1,1	0,6	1,5	-61,5%
Nettoomsättning	38,2	40,4	40,8	41,4	42,3	42,0	+0,7%
Tillväxt y-o-y	7,0%	10,8%	13,0%	10,8%	10,9%	10,1%	+0,8pp
Aktiverat arbete för egen räkning	2,5	8,9	3,7	2,3	1,0	1,6	-39,8%
Övriga rörelseintäkter	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	-66,5%
Summa intäkter	40,8	49,2	44,5	43,9	43,3	43,8	-1,1%
Rörelsekostnader	-27,4	-38,9	-37,3	-33,0	-23,8	-23,9	-0,2%
Tillväxt y-o-y	4,5%	16,8%	15,9%	2,0%	-12,8%	-12,5%	-0,3pp
EBITDA	13,4	10,4	7,2	10,9	19,5	19,8	-1,6%
EBITDA-marginal	35,1%	25,7%	17,6%	26,2%	46,1%	47,2%	-1,1pp
Tillväxt y-o-y	21,9%	88,7%	13,9%	27,8%	45,4%	47,9%	-2,5pp
EBITDAC	10,9	1,5	3,5	8,5	18,5	18,2	1,8%
EBITDAC-marginal	28,5%	3,8%	8,5%	20,6%	43,8%	43,4%	0,4pp
Tillväxt y-o-y	12,9%	-52,3%	-11,0%	62,0%	70,6%	67,8%	2,8pp

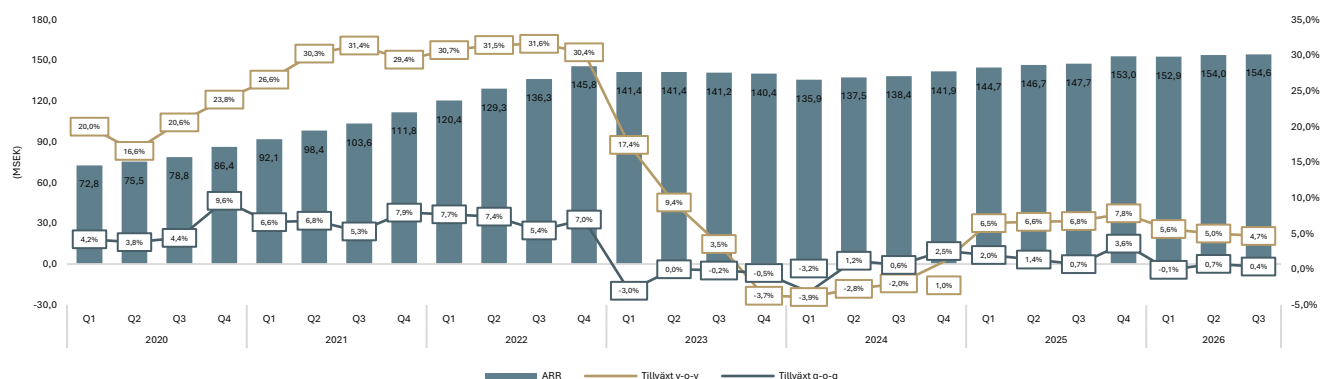
Fortsatt låg ARR-tillväxt men konkreta satsningar för långsiktig tillväxt

ARR uppgick till 154,6 MSEK (147,7), motsvarande en ökning med 4,7 % (6,8) på årsbasis och 0,4 % (0,7) jämfört med föregående kvartal. Sekventiellt ökade ARR med 0,6 MSEK (1,0), jämfört med 1,1 MSEK under Q2. Årstillväxten avtog därmed ytterligare från 5,6 % i Q1 och 5,0 % i Q2. I samband med Q2-rapporten kommunicerade den dåvarande vd förväntningar om en acceleration under andra halvåret, vilket ännu inte materialiserats. Bolagets nya vd, Johan Kallblad, hänvisar till ett säsongsmissigt lugnt försäljningskvartal, fortsatt försiktiga investeringsbeslut och stark konkurrens. Bolaget kvantifierar inte nyförsäljning, merförsäljning och churn separat, vilket begränsar möjligheten att fastställa respektive bidrag till nettoökningen. Enligt Kallblad lämnar vissa mindre kunder, och den genomsnittliga kundstorleken ökar.

Utöver marknadsläget framhåller Kallblad behovet av ett tydligare kommersiellt fokus. Försäljningen ska utgå från kundernas affärsproblem och den nya plattformen skapar. Fem branschpassade erbjudanden ska göra det enklare för kunderna att förstå lösningen och komma i gång med användningen. Selektiva rekryteringar inom försäljning och marknadsföring ska också öka kapaciteten och inflödet av affärsmöjligheter. Ledningen ser potential att fördubbla nykundsförsäljningen på omkring 18 månader genom högre kapacitet och bättre prioritering. Det innebär dock inte motsvarande ökning i ARR, där även merförsäljning, nedgraderingar och kundbortfall ingår.

Vi bedömer att tillväxtstrategin har blivit mer fokuserad, med tydligare satsningar på de branscher där Upsales redan har en stark position. Det bör ge bättre förutsättningar att tydliggöra kundnyttan och öka träffsäkerheten i försäljningen. Ledningens beskrivning av ett attraktivt förhållande mellan kundernas livstidsvärde och kundanskaffningskostnaden talar även för att ökade investeringar i försäljning och marknadsföring är motiverade. Förutsatt att effektiviteten kan upprätthållas när försäljningskapaciteten ökar bör satsningarna skapa förutsättningar för högre lönsam tillväxt. Effekterna väntas dock komma successivt, och enligt ledningen kan tydligare tillväxtbidrag kräva omkring 12 till 15 månader. Vi senarelägger därför tillväxtaccelerationen och sänker estimerad ARR vid utgången av 2026 och 2027. Lägre ingående ARR väntas begränsa prenumerationsintäkterna under 2027, även om nettoinflödet successivt förbättras.

ARR, kvartal

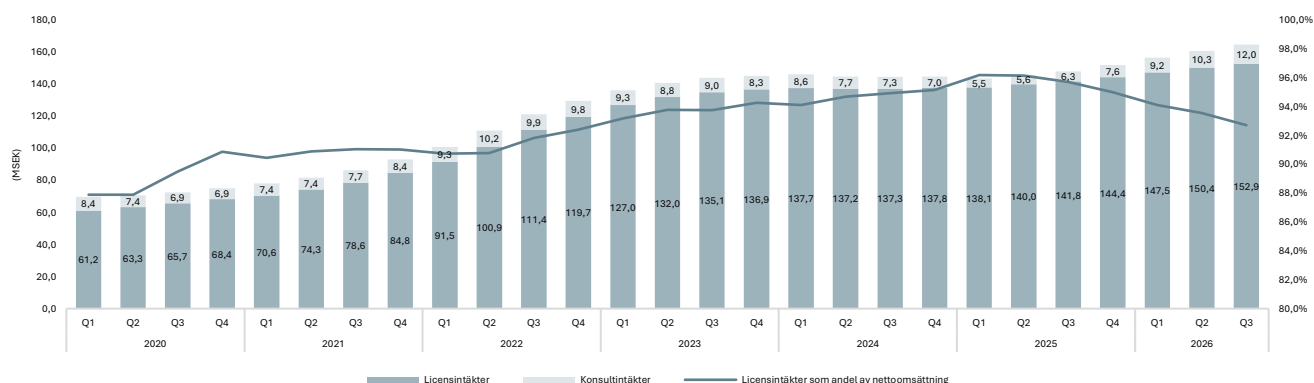


Högre andel utanför prenumerationer

Intäkterna utanför prenumerationer uppgick till cirka 3,2 MSEK (1,6), beräknat utifrån rapporterad intäktsmix. Andelen ökade till 7,6 % (4,1) av nettoomsättningen. Kvartalet innehöll en engångsintäkt från ett partnerskap på 1,6 MSEK, vars klassificering inte särredovisas. Ökningen kan därför inte i sin helhet hänföras till högre konsultintäkter.

Bolaget har tidigare beskrivit hur onboarding, integrationer och implementering av AI bidrar till konsultintäkterna. Det kan öka sannolikheten för att kunderna blir framgångsrika i användningen av plattformen och därmed stärka lojalitet och merförsäljning. Vi räknar fortsatt med tillväxt, men sänker konsultprognosen för 2027 eftersom kvartalet inte ger tillräckligt stöd för den tidigare tillväxttakten.

Fördelning av nettoomsättning, R12



*Konsultintäkter avser här beräknad nettoomsättning utanför prenumerationer. Partnerskapsintäkters klassificering särredovisas inte av bolaget.

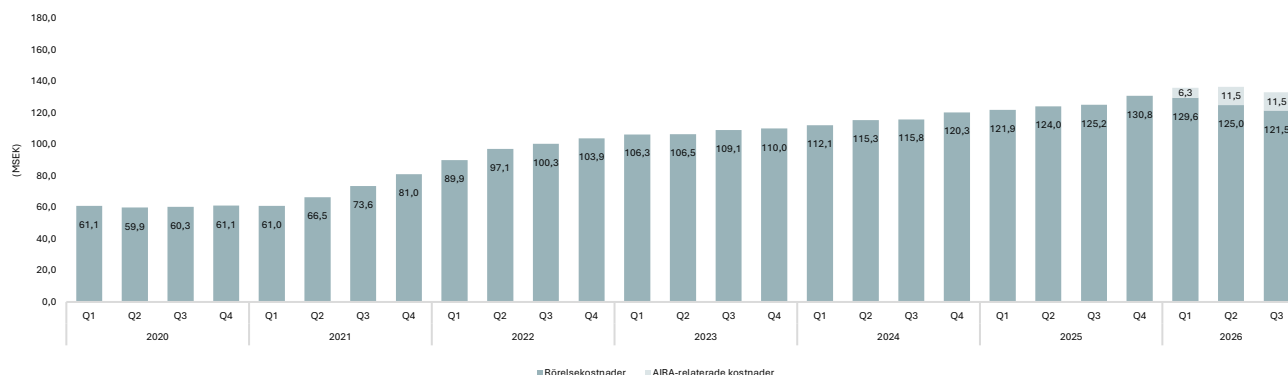
Effektivare kostnadsbas ger utrymme för tillväxtsatsningar

Rörelsekostnaderna före avskrivningar minskade med 12,8 % till 23,8 MSEK (27,4). Övriga externa kostnader minskade med 15,4 % till 10,8 MSEK (12,8) och personalkostnaderna med 11,1 % till 12,9 MSEK (14,5). Kostnadsminskningen speglar avknoppningen av Aira och tidigare effektiviseringar som annonserades i Q4'25, där intern användning av AI enligt ledningen bidragit till högre produktivitet. Antalet anställda uppgick vid kvartalets slut till 48 (69), jämfört med 51 vid utgången av Q2.

Jämfört med Q2:s proformerade kostnadsbas, där Aira och kostnader för avknoppningen exkluderats, minskade rörelsekostnaderna med cirka 3,9 MSEK. Nedgången förklaras främst av lägre personalkostnader, där semesterperioden bidrog positivt. Q3:s nivå bör därför inte betraktas som representativ för ett genomsnittligt kvartal.

Framåt planerar bolaget en handfull rekryteringar inom försäljning och marknadsföring. Ledningen bedömer däremot att produktutvecklingen håller ett högt tempo med nuvarande resurser och ser inget motsvarande behov av att utöka utvecklingsorganisationen. Vi behåller utrymme för de kommersiella rekryteringarna i prognosen. De totala rörelsekostnaderna för 2027 justeras endast marginellt, vilket innebär att den lägre intäktsprognosen får ett större genomslag på resultatet.

Rörelsekostnader, R12



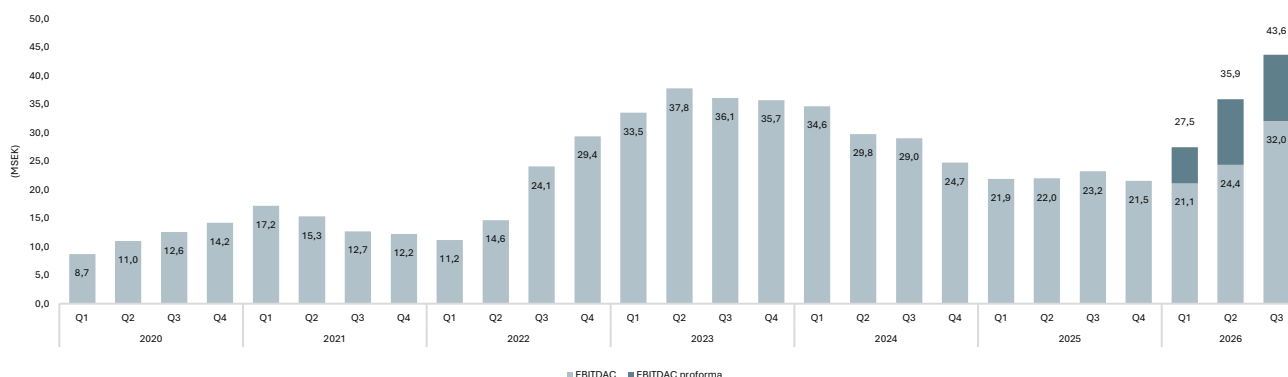
Högre lönsamhet och stärkt kvalitet i intjäningen

EBITDAC ökade med 70,6 % till 18,5 MSEK (10,9), motsvarande en marginal på 43,8 % (28,5). Resultatförbättringen drevs av högre nettoomsättning och lägre rörelsekostnader, vilka bidrog med cirka 4,1 respektive 3,5 MSEK. Avknoppningen av Aira och tidigare effektiviseringar har tydliggjort Upsales intjäningsförmåga. Kvartalet gynnades även av en engångsintäkt från ett partnerskap på 1,6 MSEK och semesterperiodens lägre personalkostnader. Exklusive engångsintäkten uppgick EBITDAC till cirka 16,9 MSEK, motsvarande en marginal på 41,6 %. Även justerat för denna effekt var lönsamheten således imponerande.

Aktiveringarna minskade till 1,0 MSEK (2,5). Enligt ledningen förklaras nedgången av semesterperioden och en ambition att kostnadsföra mer av utvecklingsarbetet när redovisningsreglerna medger det. Minskningen ska därför inte likställas med en motsvarande nedgång i produktutvecklingen. Vi ser positivt på att en större del av utvecklingsutgifterna kostnadsförs direkt, eftersom det minskar resultatets beroende av aktiveringar och stärker kvaliteten i den redovisade intjäningen. EBITDA uppgick till 19,5 MSEK (13,4), vilket innebär att skillnaden mot EBITDAC har minskat betydligt. Kallblad förespråkar också att EBITDAC blir bolagets primära resultatmått från 2027.

Vi bedömer att marginalerna normaliseras kommande kvartal från Q3:s nivå när engångsintäkten och semesterperiodens positiva kostnadseffekter inte återkommer. För 2027 sänker vi EBITDAC, främst genom lägre intäkter i en verksamhet med relativt fast kostnadsbas. Lägre aktiveringar påverkar dessutom EBITDA, men inte EBITDAC. Vi räknar dock fortsatt med en kraftigt förbättrad EBITDAC-marginal på helårsbasis när Aira kostnaderna lämnar jämförelsen.

EBITDAC, R12



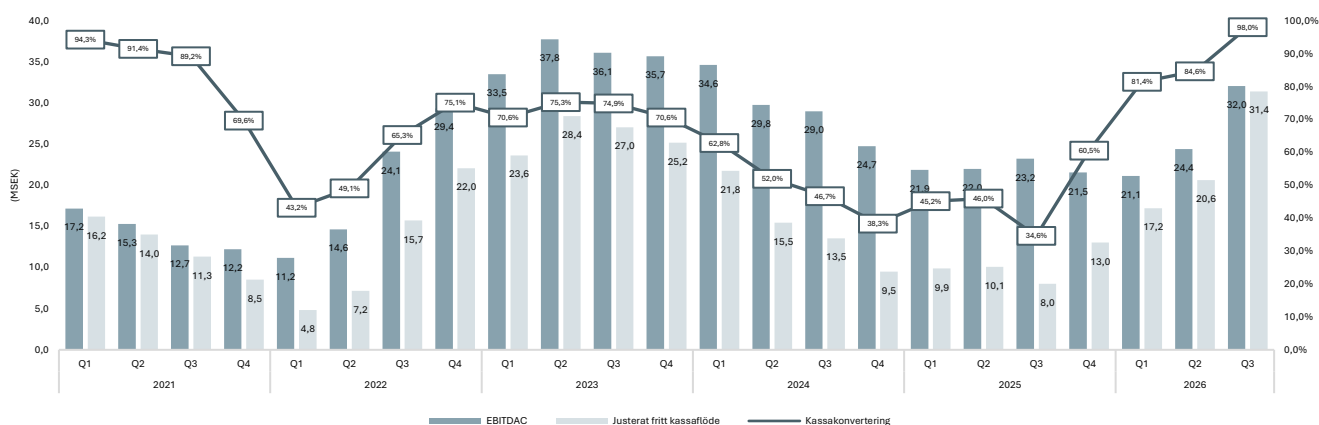
Förbättrad kassagenerering ger finansiellt handlingsutrymme

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändringar i rörelsekapital ökade till 17,4 MSEK (11,2). Investeringarna minskade till 1,0 MSEK (5,7) och amortering av leasingsskulder uppgick till 0,1 MSEK (0,0). Fritt kassaflöde enligt vår definition, före förändringar i rörelsekapital och efter investeringar samt amortering på leasingsskulder, uppgick till 16,3 MSEK (5,5). Det motsvarar en kassakonvertering i förhållande till EBITDAC på 88,0 % (50,9). Förbättringen drevs av högre intjäning och lägre investeringar. Även engångsintäkter från ett partnerskap bidrog positivt.

Förändringar i rörelsekapital belastade kassaflödet med 12,5 MSEK (9,1), vilket innebär att det rapporterade kassaflödet från den löpande verksamheten uppgick till 4,9 MSEK (2,1). Skillnaden mot vårt kassaflödesmått speglar därmed en ökad rörelsekapitalbindning under kvartalet. Upsales kunder betalar vanligen årsvis i förskott och intäkterna redovisas löpande under avtalsperioden, vilket medför variationer mellan resultat och kassaflöde under året.

Likvida medel ökade till 36,4 MSEK, jämfört med 32,5 MSEK vid utgången av Q2. Bolaget saknar räntebärande skulder utöver leasing, vilket innebär att nettokassan också uppgick till 36,4 MSEK. Den långfristiga leasingsskulden uppgick till 1,3 MSEK. Vi bedömer att den starka finansiella ställningen och förbättrade kassagenereringen ger goda förutsättningar att finansiera de planerade tillväxtsatsningarna internt.

Utöver organiska investeringar utvärderar ledningen kompletterande förvärv. Bolaget har även mandat för aktieåterköp, och utdelning kvarstår som ett alternativ. Någon beslutad fördelning mellan dessa användningsområden har ännu inte presenterats. Vi ser positivt på handlingsutrymmet, men bedömer att värdeskapandet främst avgörs av avkastningen på kapitalet. Fortsatt hög kassagenerering efter Aira ger möjlighet att både investera i högre tillväxt och återföra överskottet till aktieägarna.



Upsales värderas lägre än flertalet jämförelsebolag

Upsales värderas till EV/EBITDA 9,1x och EV/EBIT 12,4x på rullande tolv månader, jämfört med medianmultiplar på 13,4x respektive 18,7x för jämförelsebolagen. Även efter avdrag för CAPEX kvarstår en värderingsskillnad. Upsales handlas till cirka 12,2x EBITDA minus CAPEX, jämfört med gruppens median på 16,4x.

Vi bedömer att den bakåtblickande jämförelsen inte fullt ut speglar Upsales intjäningsförmåga efter avknoppningen av Aira. Historiken innehåller både kostnader och investeringar kopplade till den avknoppade verksamheten. När dessa successivt lämnar tolv månadersperioden väntas den lägre kostnadsbasen efter avknoppningen få större genomslag i lönsamheten och kassagenereringen. Det ger förutsättningar för lägre värderingsmultiplar vid oförändrat företagsvärde. Effekten behöver dock vägas mot kommande investeringar i försäljning och marknadsföring.

Den fortsatt begränsade ARR tillväxten motiverar viss försiktighet kring hur snabbt värderingsgapet kan minska. Vi ser dock förutsättningar för en uppvärdering om Upsales behåller en hög lönsamhet och omsätter den tydligare branschinriktningen och förstärkta försäljningskapaciteten i högre ARR tillväxt. Avgörande blir därmed att bolaget bevisar både intjäningsförmågans uthållighet och tillväxtsatsningarnas genomslag.

Upsales i jämförelse med mjukvarubolag

Bolag	Börsvärde	EV	Nettoomsättning		EBITDA		EBITDAC		EBIT	
			R12	EV/S	R12	EV/EBITDA	CAPEX	EV/EBITDAC	R12	EV/EBIT
Admicom	1 580	1 474	428	3,4x	133,5	11,0x	20,1	13,0x	78,9	18,7x
Avtech	181	147	50	3,0x	21,4	6,9x	0,0	6,9x	16,5	8,9x
Enea	962	1 165	881	1,3x	246,7	4,6x	114,7	8,8x	100,0	11,4x
Lime Technologies	3 616	3 721	793	4,7x	252,4	14,7x	61,0	19,4x	167,3	22,2x
Micro Systemation	2 090	2 018	511	3,9x	112,9	17,9x	20,5	21,8x	91,6	22,0x
Opter	484	460	104	4,4x	28,0	16,4x	0,0	16,4x	28,0	16,4x
SmartCraft	2 582	2 467	560	4,2x	175,3	13,4x	53,2	20,2x	93,7	25,1x
Snitt	1 642	1 636	475	3,6x	138,6	12,1x	38,5	15,2x	82,3	17,8x
Median	1 580	1 474	511	3,9x	133,5	13,4x	20,5	16,4x	91,6	18,7x

*Belopp i MSEK. Resultat och CAPEX avser R12. EBITDAC definieras i jämförelsen som EBITDA minus total CAPEX. Admicom är omräknat till SEK.

Estimatförändringar

Vi lämnar nettoomsättning och EBITDAC för 2026 i princip oförändrade. För 2027 sänks prenumerationsintäkterna genom lägre ARR inflöde och senarelagd tillväxtacceleration. Även konsultprognosen sänks. Kostnaderna justeras endast marginellt, vilket ger ett större genomslag på EBITDAC. Lägre aktiveringar och högre avskrivningar medför större sänkningar av EBITDA respektive EBIT.

Estimatförändringar under prognosperioden						
	Uppdaterade		Tidigare		Förändring (%)	
(MSEK)	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
Nettoomsättning	167,3	174,6	167,3	181,0	0,0%	-3,5%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>10,1%</i>	<i>4,3%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,2%</i>	<i>0,1pp</i>	<i>-3,9pp</i>
Aktiverat arbete för egen räkning	8,5	5,7	9,4	7,1	-9,3%	-19,7%
Övriga rörelseintäkter	0,2	0,2	0,3	0,2	-32,3%	-6,5%
Summa intäkter	176,1	180,5	177,0	188,3	-0,5%	-4,2%
Rörelsekostnader	-123,2	-118,0	-123,3	-118,6	-0,1%	-0,5%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>-5,8%</i>	<i>-4,2%</i>	<i>-5,7%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>-0,1pp</i>	<i>-0,4pp</i>
EBITDA	52,9	62,5	53,7	69,7	-1,5%	-10,4%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>31,6%</i>	<i>35,8%</i>	<i>32,1%</i>	<i>38,5%</i>	<i>-0,5pp</i>	<i>-2,7pp</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>37,0%</i>	<i>18,1%</i>	<i>39,1%</i>	<i>29,8%</i>	<i>-2,1pp</i>	<i>-11,7pp</i>
EBITDAC	44,4	56,8	44,3	62,6	0,2%	-9,3%
<i>EBITDAC-marginal</i>	<i>26,5%</i>	<i>32,5%</i>	<i>26,5%</i>	<i>34,6%</i>	<i>0,0pp</i>	<i>-2,1pp</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>105,9%</i>	<i>27,9%</i>	<i>105,6%</i>	<i>41,4%</i>	<i>0,3pp</i>	<i>-13,5pp</i>
Av- och nedskrivningar	-12,8	-12,4	-11,6	-8,0	10,0%	55,0%
EBIT	40,1	50,1	42,1	61,7	-4,7%	-18,9%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>24,0%</i>	<i>28,7%</i>	<i>25,1%</i>	<i>34,1%</i>	<i>-1,1pp</i>	<i>-5,4pp</i>
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>42,2%</i>	<i>24,7%</i>	<i>49,0%</i>	<i>46,7%</i>	<i>-6,8pp</i>	<i>-22,0pp</i>
Justerat fritt kassaflöde	36,9	45,9	32,1	42,1	14,9%	9,0%
<i>Kassakonvertering EBITDAC</i>	<i>83,1%</i>	<i>80,9%</i>	<i>72,5%</i>	<i>67,2%</i>	<i>10,6pp</i>	<i>13,7pp</i>
ARR	157,1	166,6	159,2	172,3	-1,3%	-3,3%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>2,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>8,2%</i>	<i>-1,3pp</i>	<i>-2,2pp</i>
Prenumerationsintäkter	154,2	159,3	154,1	163,1	0,1%	-2,3%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>6,8%</i>	<i>3,3%</i>	<i>6,7%</i>	<i>5,8%</i>	<i>0,1pp</i>	<i>-2,5pp</i>
Konsultintäkter	13,1	15,3	13,1	17,9	0,3%	-14,5%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	<i>73,1%</i>	<i>16,5%</i>	<i>73,3%</i>	<i>36,5%</i>	<i>-0,2pp</i>	<i>-20,0pp</i>

Estimat

(MSEK)	2023	2024	2025	Q1 26	Q2 26	Q3 26	Q4 26E	2026E	2027E
Nettoomsättning	145,2	144,8	152,0	40,8	41,4	42,3	42,8	167,3	174,6
<i>Tillväxt y-o-y</i>	12,1%	-0,3%	5,0%	13,0%	10,8%	10,9%	6,1%	10,1%	4,3%
Aktiverat arbete för egen räkning	6,9	7,1	17,1	3,7	2,3	1,0	1,5	8,5	5,7
Övriga rörelseintäkter	0,5	0,2	0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,2	0,2
Summa intäkter	152,7	152,1	169,4	44,5	43,9	43,3	44,4	176,1	180,5
<i>EV/S</i>	3,0	3,0	2,9	2,8	2,7	2,6	2,6	2,6	2,5
Rörelsekostnader	-110,0	-120,3	-130,8	-37,3	-33,0	-23,8	-29,0	-123,2	-118,0
<i>Tillväxt y-o-y</i>	5,9%	9,3%	8,8%	15,9%	2,0%	-12,8%	-25,3%	-5,8%	-4,2%
EBITDA	42,6	31,9	38,6	7,2	10,9	19,5	15,3	52,9	62,5
<i>EBITDA-marginal</i>	29,4%	22,0%	25,4%	17,6%	26,2%	46,1%	35,8%	31,6%	35,8%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	19,6%	-25,2%	21,1%	13,9%	27,8%	45,4%	47,8%	37,0%	18,1%
<i>EV/EBITDA</i>	10,2	13,7	11,3	11,1	10,4	9,1	8,3	8,3	7,0
EBITDAC	35,7	24,7	21,5	3,5	8,5	18,5	13,8	44,4	56,8
<i>EBITDAC-marginal</i>	24,6%	17,1%	14,2%	8,5%	20,6%	43,8%	32,3%	26,5%	32,5%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	21,6%	-30,7%	-12,9%	-11,0%	62,0%	70,6%	808,4%	105,9%	27,9%
<i>EV/EBITDAC</i>	12,2	17,7	20,3	20,7	17,9	13,6	9,8	9,8	7,7
Av- och nedskrivningar	-8,3	-8,9	-10,4	-3,3	-3,3	-3,1	-3,1	-12,8	-12,4
EBIT	34,4	23,0	28,2	3,9	7,6	16,4	12,2	40,1	50,1
<i>EBIT-marginal</i>	23,7%	15,9%	18,6%	9,6%	18,3%	38,7%	28,6%	24,0%	28,7%
<i>Tillväxt y-o-y</i>	20,7%	-33,1%	22,8%	-0,2%	26,1%	50,5%	65,5%	42,2%	24,7%
<i>EV/EBIT</i>	12,7	19,0	15,5	15,5	14,7	12,4	10,9	10,9	8,7
Justerat fritt kassaflöde	25,2	9,5	13,0	3,2	6,3	16,3	11,1	36,9	45,9
<i>Kassakonvertering</i>	70,6%	38,3%	60,5%	92,3%	74,1%	88,0%	79,9%	83,1%	80,9%
Estimerad nettoskuld*						-36,4	-47,5	-47,5	-93,4
Enterprise Value						436,8	425,7	425,7	379,8
<i>EV/EBITDAC inkl. kassauppbyggnad</i>						13,6	9,6	9,6	6,7

*Exklusive leasing

ARR	140,4	141,9	153,0	152,9	154,0	154,6	157,1	157,1	166,6
<i>Tillväxt y-o-y</i>	-3,7%	1,0%	7,8%	5,6%	5,0%	4,7%	2,7%	2,7%	6,0%
Prenumerationsintäkter	136,9	137,8	144,4	37,5	38,7	39,1	38,9	154,2	159,3
<i>Tillväxt y-o-y</i>	14,3%	0,6%	4,8%	8,8%	8,1%	6,8%	3,5%	6,8%	3,3%
Konsultintäkter	8,3	7,0	7,6	3,2	2,7	3,2*	4,0	13,1	15,3
<i>Tillväxt y-o-y</i>	-15,4%	-15,8%	5,0%	102,8%	70,1%	105,5%	40,3%	73,1%	16,5%

*Konsultintäkter avser här beräknad nettoomsättning utanför prenumerationer.

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vi värderar Upsales till 12x EV/EBITDAC (14). Den lägre multipln motiveras av att en tydligare tillväxtacceleration bedöms ta längre tid än vi tidigare antagit och att tidpunkten för genomslaget fortsatt är osäker. Vi ser positivt på den mer fokuserade tillväxtstrategin, men anser att de kommersiella satsningarna behöver visa tydligare effekt på ARR innan en högre multipel kan motiveras. Den applicerade multipln innebär även en rabatt mot jämförelsebolagens bakåtblickande median på 16,4x.

Våra prognoser inkluderar inga framtida förvärv. I värderingen adderar vi i stället den estimerade nettokassan vid utgången av 2027 till företagsvärdet. Det innebär att den förväntade kassagenereringen tillfaller aktieägarvärdet, utan antaganden om framtida förvärvsbidrag. Nettokassan beräknas före eventuella utdelningar och aktieåterköp.

(MSEK)	2026E	2027E
EBITDAC	44,4	56,8
Multipel (EV/EBITDAC)	12,0	12,0
Enterprise Value	532,4	681,0
Nettoskuld	-47,5	-93,4
Börsvärde	579,9	774,4
Motiverat värde per aktie	34,4	46,0
Potentiell avkastning	22,6%	63,7%

Känslighetsanalys

Nedan visas hur det motiverade värdet per aktie och den potentiella avkastningen påverkas av olika applicerade multiplar.

EV/EBITDACx	Huvudscenario 2026E			Huvudscenario 2027E		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
5	269,3	16,0	-43,1%	377,1	22,4	-20,3%
6	313,7	18,6	-33,7%	433,9	25,8	-8,3%
7	358,0	21,3	-24,3%	490,6	29,1	3,7%
8	402,4	23,9	-15,0%	547,4	32,5	15,7%
9	446,8	26,5	-5,6%	604,1	35,9	27,7%
10	491,1	29,2	3,8%	660,9	39,2	39,7%
11	535,5	31,8	13,2%	717,7	42,6	51,7%
12	579,9	34,4	22,6%	774,4	46,0	63,7%
13	624,2	37,1	31,9%	831,2	49,4	75,7%
14	668,6	39,7	41,3%	887,9	52,7	87,7%
15	713,0	42,3	50,7%	944,7	56,1	99,7%
16	757,3	45,0	60,1%	1 001,4	59,5	111,6%
17	801,7	47,6	69,4%	1 058,2	62,8	123,6%
18	846,1	50,2	78,8%	1 114,9	66,2	135,6%
19	890,4	52,9	88,2%	1 171,7	69,6	147,6%
20	934,8	55,5	97,6%	1 228,4	73,0	159,6%

Källförteckning

1. <https://storage.mfn.se/3f7727f4-d7f7-484a-8f17-fdccb8adc90f/interim-report-q3-2026.pdf>
2. https://www.youtube.com/watch?v=N--nIFih_d0

Disclaimer

Kalqyl bedriver verksamhet avseende bolag- och aktieanalys där information har sammanställts utifrån källor som Kalqyl bedömer är tillförlitliga. Informationens riktighet kan Kalqyl dock inte garantera, och inget som skrivs i analysen ska eller bör betraktas som en rekommendation till investering av något slag. Denna analys är en uppdragsanalys där det analyserade Bolaget har ingått avtal med Kalqyl avseende analys. Analysen/erna publiceras antingen vid enskilt tillfälle, eller per löpande basis under avtalsperioden mot en sedvanlig ersättning.

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

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

Intressekonflikt

Pontus Fredriksson äger aktier i det analyserade bolaget
Analysen är en uppdragsanalys