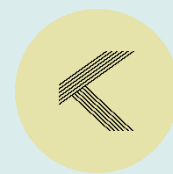


Upsales Technology



Nyhetsuppdatering gällande avknoppningen av Aira

2026-04-14

Upsales meddelar att styrelsen föreslår en utdelning och separat notering av det nyutvecklade AI-bolaget Aira. Aira (som är en förkortning av AI Revenue Assistant Software Stockholm AB), beskrevs av vd under det föregående kvartalet som ett "innovationsprojekt" som utvecklats internt under de senaste 12 månaderna. Varje aktieägare i Upsales kommer vid en utdelning erhålla en aktie i Aira, för varje aktie som innehas i Upsales. Första handelsdagen i Aira förväntas ske under första halvåret 2026.

Om Aira

Aira är en AI-driven säljagent för B2B, utvecklad för att förenkla och effektivisera säljarens vardag. Produkten kopplas till användarens e-post och kalender och hanterar löpande uppgifter som prospektering, uppföljningar, CRM-uppdateringar och pipelinearbete. Genom tillgång till finansiell data och kreditinformation om över 30 miljoner europeiska bolag, samt löpande bevakning av nyhetsflöden, får användaren ett uppdaterat underlag i varje kunddialog. Aira är i en tidig kommersiell fas med global lansering under april 2026 och riktar sig mot en växande marknad där digitala verktyg blir en allt mer integrerad del av försäljningsarbetet.

Kommersiell uppdatering av Aira

Utvecklingen av Aira inleddes i november 2024 inom Upsales organisation. Sedan början av 2026 har produkten introducerats genom Aira World Tour - en serie inbjudningsevent för grundare, vd:ar och säljledare i bland annat Dubai, Zürich, Paris, München och London. Då Aira World Tour utförs av ett team om cirka 3 personer, beskrivs kampanjen ungefär tio gånger mer kostnadseffektiv som bolagets tidigare marknadsföringsinsatser. Upsales uppger även att intresset varit större än någon tidigare lansering som bolaget någonsin utfört. Den globala lanseringen sker den 15 april 2026. Det nya AI-bolaget befinner sig i en tidig kommersialiseringssfas och har ännu inte genererat några intäkter, med förväntad intäktstart under det andra kvartalet 2026.

Outlook

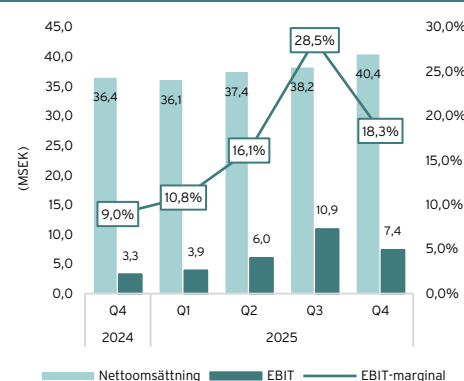
I samband med pressmeddelandet guidar Upsales för en EBITDA-marginal på helårsbasis överstigande 35 %, detta att jämföra mot 25,4 % på R12 och 29,4 % under 2023 när lönsamheten var som starkast. Marginalexpansionen möjliggörs genom att kostnader relaterade till Aira framöver belastar det utdelade bolaget, samtidigt som Upsales interna omstrukturering bidrar till en ökad lönsamhet från Q1'26, med fullt genomslag under Q2'26. Vidare nämner Upsales att de förväntar sig en fortsatt intäktstillväxt kring 10-15 % under 2026, med stöd av den tillväxt som bolaget uppnådde under andra halvåret 2025. Bolagets egna förväntningar ligger i linje med våra intäktsestimat. Som en följd av utdelningen av Aira reviderar vi våra tidigare estimat för Upsales. Vi förväntar oss en fortsatt tillväxt avseende ARR och nettoomsättning, samt en stark marginalexpansion under 2026 drivet av utförda effektiviseringar och kostnadsminskningar. Vi tror att utdelningen i hög utsträckning kommer att synliggöra underliggande värden i Upsales, och realisera den höga lönsamheten som bolaget kan upprätthålla. På våra estimat för 2027E ser vi en uppsida om 175,1 %, baserat på en EBITDAC multipel om 17x.

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	145,2	144,8	152,0	166,6	188,9
Tillväxt y-o-y	12,1%	-0,3%	5,0%	9,6%	13,3%
Aktiverat arbete	6,9	7,1	17,1	15,1	7,2
Övriga intäkter	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2
Summa intäkter	152,7	152,1	169,4	182,0	196,2
EV/S	4,3	3,8	2,5	2,3	2,0
Rörelsekostnader	-110,0	-120,3	-130,8	-122,6	-128,7
Tillväxt y-o-y	5,9%	9,3%	8,8%	-6,3%	5,0%
Av- och nedskrivningar	-8,3	-8,9	-10,4	-10,1	-8,0
EBIT	34,4	23,0	28,2	49,3	59,5
EBIT-marginal	23,7%	15,9%	18,6%	29,6%	31,5%
Tillväxt y-o-y	20,7%	-33,1%	22,8%	74,8%	20,7%
EV/EBIT	18,1	24,2	13,4	7,7	6,4

Fakta

VD	Daniel Wikberg
Lista	First North
Ticker	UPSALE
Aktiekurs (SEK)	24,7
Antal aktier (Miljoner)	16,8
Börsvärde (MSEK)	415,9
Nettokassa (MSEK)	37,0
EV (MSEK)	378,9
Insiderägande	44,5%
Nästa rapport	2026-04-22

Kvartalsutveckling

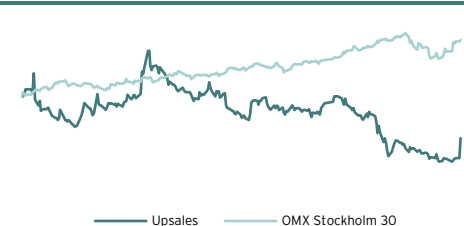


Analytiker

Albin Eriksson

albin@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Upsales	14,2	-19,4	-25,2

Upsales Technology i korthet

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



Investeringscase

Skalbar affärsmodell med hög andel återkommande intäkter

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

Upsales AI ökar kundvärdet och ny prismodell tydliggör detta

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

Betydande tillväxtpotential med befintliga och nya kunder

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

Förstärkt säljorganisation och uppdaterad go-to-market-strategi

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

Attraktiv värdering i relation till framtidsutsikterna

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

Motargument

Implementeringsrisk i AI-satsningen

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

Konkurrens från större aktörer

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

Längre säljcykler i ny strategi

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

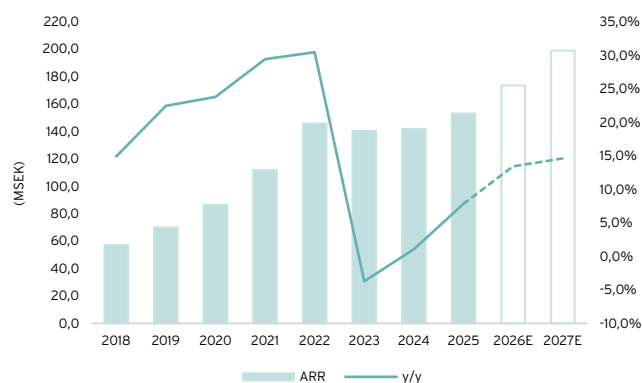
Hög kostnadsnivå i tillväxtfas

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

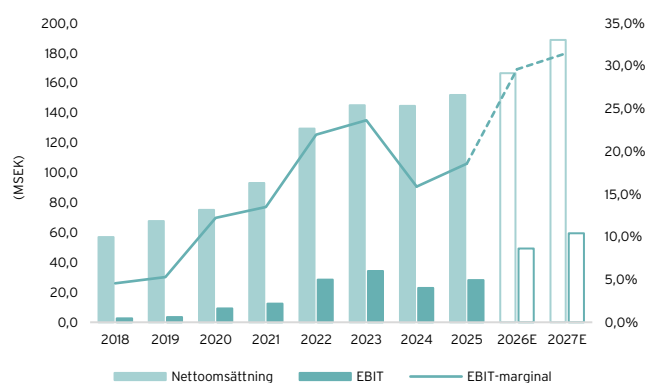
Beroende av nyckelpersoner

Bolaget leds fortfarande av grundaren och huvudägaren Daniel Wikberg. Ett eventuellt beroende av nyckelpersoner kan utgöra en operativ risk om ledningsförändringar skulle uppstå.

ARR estimat, helår



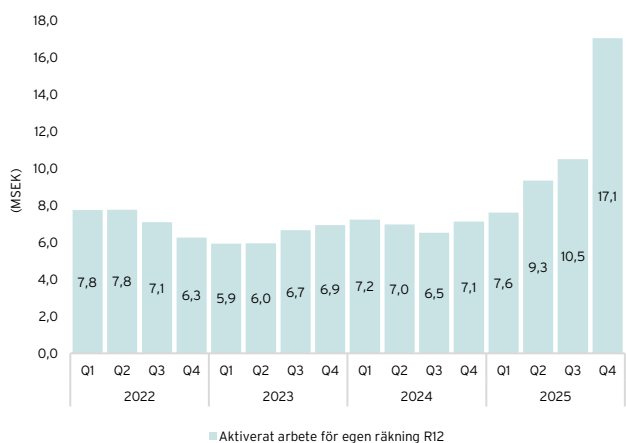
Nettoomsättning och EBIT estimat, helår



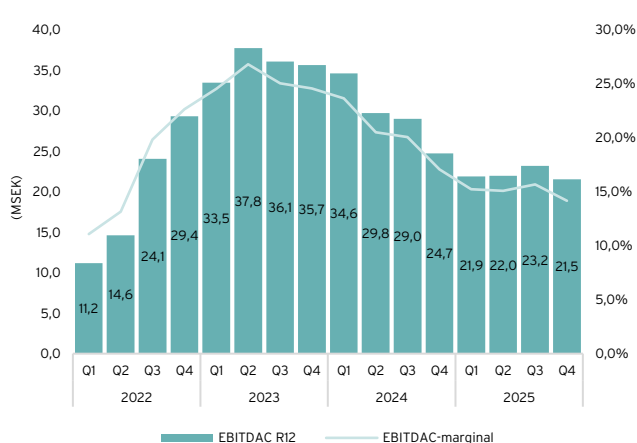
Utvecklingen av Aira har tyngt den underliggande lönsamheten de senaste kvartalen

Utvecklingen av Aira påbörjades enligt bolaget i november 2024, ungefär i samband med lanseringen av Upsales AI och prismodellen Accelerate. Sedan dess har bolagets aktiveringar ökat markant, vilket därför sannolikt kan kopplas till utvecklingen av Aira. Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDA-Capex (EBITDAC) har därmed under 2025 minskat, sannolikt till följd av satsningen på Aira. I och med den föreslagna utdelningen och noteringen av Aira, parallellt med fortsatt intäkstillväxt och interna omstruktureringar, väntar vi oss att en botten i EBITDAC är nådd under 2025 då aktiveringar kopplade till Aira framöver inte kommer att belasta Upsales. Detta innebär vidare att Upsales kassakonvertering sannolikt kommer stärkas framöver.

Aktiveringar R12, kvartal



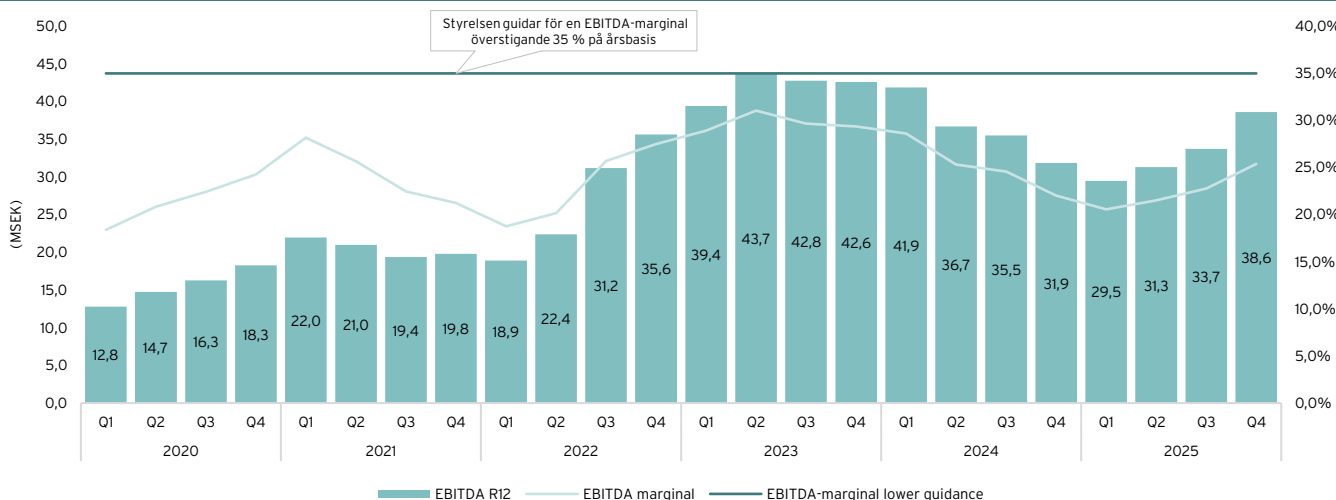
EBITDAC R12, kvartal



Utdelningen realiserar värde - betydande lönsamhetsförbättringar i korten

I samband med att pressmeddelandet offentliggjordes, gav Upsales styrelse en guidning om en EBITDA-marginal överstigande 35% på årsbasis från och med Q2'26. Historiskt har bolaget på R12-basis som högst uppnått en EBITDA-marginal om 31,1 %, något som uppnåddes under 2023. Den finansiella guidningen visar därför att kostnader, såsom personalkostnader, konsultkostnader och driftkostnader relaterade till Aira, inte längre kommer belasta Upsales från Q2'26. Vi väntar oss således en marginalexpansion under 2026 och således en tydlig värderealisering, till stor del drivet av utdelningen av Aira.

EBITDA R12 mot guidance, kvartal



Aira - Starkt initialt intresse inför global lansering

Aira är i dagsläget i ett mycket tidigt skede utan några som helst intäkter, då bolaget befinner sig i en tidig kommersialiseringsfas. Däremot väntas lanseringen av Aira ske den 15 april 2026, med en väntelista som beskrivs som relativt omfattande. I samband med lanseringen av Aira har bolaget lanserat ett generöst affiliateprogram, där affiliatepartnern erhåller 30 % av intäkterna under det första året. Den generösa affiliatemodellen misstänker vi, tillsammans med den globala lanseringsturnén, utgör förutsättningar för att Aira kan få fäste och växa globalt.

Vi har sammanställt en teoretisk känslighetsanalys för Airas potentiella intäkter, för att ge en uppfattning kring bolagets intäktpotential. Vi vill däremot betona att Aira i dagsläget befinner sig i ett tidigt skede, och det är i dagsläget ovisst om bolaget överhuvudtaget kommer generera några intäkter. Däremot anser vi att Upsales gedigna historik, med självfinansierad organisk tillväxt sedan start, gör lanseringen av Aira extra intressant.

Känslighetsanalys intäkter Aira.app

Antal sålda licenser	500	1000	1500	2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000
Försäljningspris årligen (EUR)	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800	1 800
Årliga intäkter (MEUR)	0,9	1,8	2,7	3,6	4,5	5,4	6,3	7,2	8,1	9,0
EUR/SEK	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8	10,8
Årliga intäkter (MSEK)	9,7	19,4	29,2	38,9	48,6	58,3	68,0	77,8	87,5	97,2
Plattformskostnad	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Andel via affiliate program	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
Affiliate rev-share	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Årlig bruttovinst (MSEK)	6,5	13,0	19,5	26,0	32,5	39,0	45,5	52,0	58,5	65,0

Lansering genom Aira World Tour

Den initiala lanseringen av Aira har skett via en global lanseringsturné, där 9 länder nu hittills besökts. I pipeline har bolaget ytterligare cirka 9 länder, däribland den officiella lanseringen i Stockholm den 15 april 2026.

VD beskriver lanseringsresorna som oväntat effektiva, där bolaget konsekvent genomfört event i nya städer utan befintligt nätverk. Trots en liten organisation har kampanjen genererat starkt inflöde av anmälningar, affiliates, pipeline och affärsmöjligheter till en bråkdel av den kostnad som normalt krävs. Upsales uppger även att lanseringen väckt mer intresse än någon tidigare lansering som bolaget gjort!. VD menar att denna go-to-market-strategi för Aira är en av bolagets mest framgångsrika lanseringar hittills, både gällande räckvidd och kostnadseffektivitet.

Aira lanseringsevent i Dubai³



Källa: Aira.app/revenue-journal/events

Värdering

Key stats

Antal aktier	16 838 375	Börsvärde (MSEK)	415,9
Aktiekurs (SEK)	24,7	Nettokassa (MSEK)	37,0
		Enterprise value (MSEK)	378,9

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	152,0	EV/S	2,5
EBIT	28,2	EV/EBIT	13,4
Vinst	22,5	P/E	15,8
FCF	23,1	EV/FCF	20,0

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	4,3	21,6	29,0	25,6
Snitt 5 år	7,2	45,5	62,3	33,3

Källa: Börsdata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
n/a	25,4 %	18,6 %	14,8 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
23,2 %	10,5 %	122,0 %	-142,0 %

Källa: Börsdata

Aktiekursutveckling

Uppsals jämfört med OMXS30, 2019-idag (indexerat)



Peers

Den svenska mjukvarusektorn har värderats ned kraftigt under den senaste perioden. AI-oron har bidragit till en bred riskaversion där investerare i högre grad ifrågasätter långsiktig tillväxt och konkurrensfördelar i mjukvarubolag. Flera svenska aktörer med stabil ARR-tillväxt och god kassagenerering handlas därmed till nivåer under sina historiska snittmultiplar. Vi tror att värderingsmultiplarna kan komma att reversera i takt med att sektorbolagen fortsätter att leverera operativt, men är fortsatt ödmjuka inför att terminalvärdet i sektorn fortsatt kommer rabatteras mot historiska nivåer.

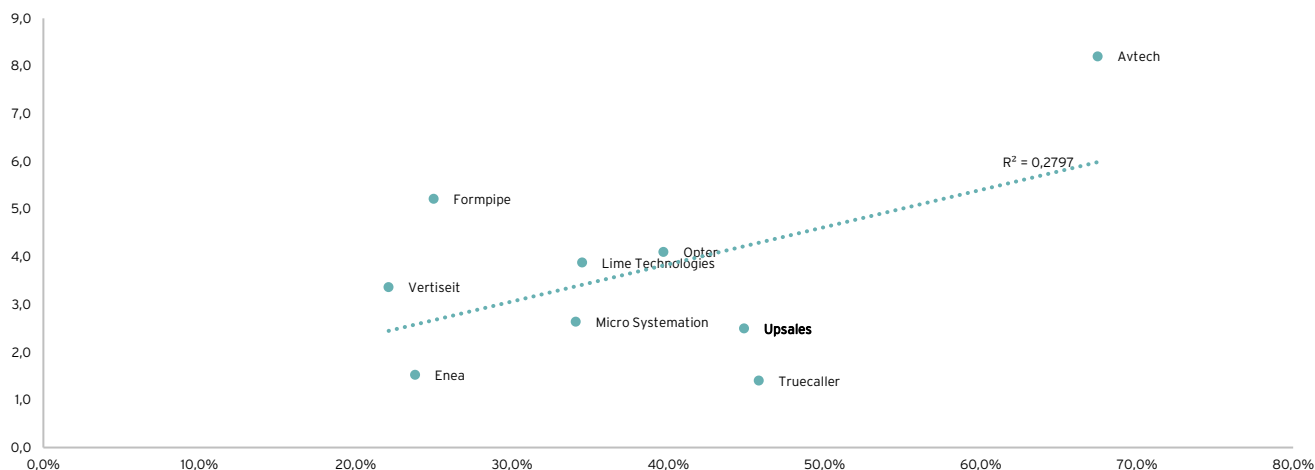
Upsales värderas i dagsläget lägre än sektormedianen, trots en högre andel återkommande intäkter och betydligt starkare vinstutsikter. Givet bolagets attraktiva tillväxtutsikter och dess snabbfotade operativa förmåga bedömer vi att nuvarande värdering inte reflekterar kvaliteten i bolaget. En fortsatt stabil operativ leverans bör successivt motivera högre multiplar för Upsales.

Även svenska mjukvarubolag är pressade efter AI-oro

Bolag	Börsvärde	EV	EV/S			EV/EBIT			Nettoomsättning		EBITDA		EBIT	
			R12	2026	2027	R12	2026	2027	MSEK R12	Sy CAGR	Marginal	Sy CAGR	Marginal	Sy CAGR
Avtech	447,3	413,4	8,7x	7,1x	5,7x	25,1x	19,2x	13,2x	47,4	31,2%	47,0%	125,1%	34,8%	59,3%
Enea	1 198,7	1 434,5	1,5x	1,6x	1,5x	11,9x	12,0x	8,3x	889,0	-0,6%	30,5%	-1,8%	12,8%	-9,6%
Formpipe Software	1 264,2	1 264,2	5,2x	5,2x	4,7x	neg.	40,5x	30,4x	242,4	-9,7%	neg.	neg.	neg.	neg.
Lime Technologies	2 738,3	2 869,5	3,9x	3,6x	3,2x	19,7x	17,2x	14,2x	739,8	16,9%	30,7%	13,4%	19,7%	11,9%
Micro Systemation	1 361,2	1 217,9	2,6x	2,4x	2,1x	18,0x	14,5x	10,2x	461,8	8,3%	18,5%	15,9%	14,7%	18,8%
Observit	235,4	214,8	3,4x			93,1x			63,5		14,0%		3,6%	
Opter	460,8	428,1	4,3x			17,2x			99,5	16,2%	25,0%	24,1%	25,0%	24,5%
Physitrack	146,3	181,9	1,1x			neg.			15,5	38,4%	neg.	neg.	neg.	neg.
Safeture	140,7	109,6	1,9x			502,7x			57,0	21,5%	13,1%	18,5%	0,4%	15,0%
Truecaller	3 707,7	2 812,4	1,4x	1,5x	1,3x	5,1x	6,4x	4,6x	1912	31,2%	30,7%	46,2%	27,3%	80,4%
Vertiseit	1 675,2	1 960,1	2,9x	2,6x	2,5x	88,3x	22,3x	16,2x	675,6	54,5%	12,5%	48,2%	3,3%	26,7%
Snitt	1 216,0	1 173,3	3,4x	3,4x	3,0x	86,8x	18,9x	13,9x	473,1	20,8%	24,7%	36,2%	15,7%	28,4%
Median	1 198,7	1 217,9	2,9x	2,6x	2,5x	19,7x	17,2x	13,2x	242,4	19,2%	25,0%	21,3%	14,7%	21,7%
Upsales	404,1	367,1	2,5x	2,5x	2,3x	15,7x	13,4x	7,9x	152,0	14,5%	25,4%	13,1%	18,6%	21,3%

Källa: Factset, Kalqyl Research

Rule of 40 2027E mot EV/S LTM



Källa: Factset, Kalqyl Research

Estimat för 2026E

Inför Q1'26 förväntar vi oss att Upsales bibehåller sitt positiva momentum med fortsatt stark sekventiell ARR-tillväxt, drivet av stark kundretention, ökad adoption av Upsales AI, successiva uppgraderingar till Accelerate samt fortsatt starkt momentum i det nya säljteamet. Det senaste rapporterade kvartalet, Q4'25, var det starkaste kvartalet på 12 kvartal sett till ARR-tillväxt. Detta momentum förväntas fortsätta in i 2026.

Den interna AI-implementeringen, som redan möjliggjort effektiviseringar inom utvecklingsorganisationen, bör successivt bidra till en lägre kostnadsbas och förbättrade marginaler under året. Vidare kommer utdelningen av Aira bidra till en minskad kostnadsbas framöver, vilket väntas bidra till en EBITDA-marginal närmare 35 % på årsbasis. Givet bolagets höga inkrementella marginaler ger ytterligare intäktsstillväxt snabbt en hävstångseffekt på resultatet.

Estimat för 2026

(MSEK)	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
Nettoomsättning	39,5	41,4	42,0	43,7	166,6
% y-o-y	9,6%	10,6%	10,0%	8,3%	9,6%
Aktiverat arbete	9,2	2,0	1,8	2,2	15,1
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2
Summa intäkter	48,7	43,4	43,9	45,9	182,0
Rörelsekostnader	-37,4	-30,3	-23,3	-31,6	-122,6
% y-o-y	16,0%	-6,4%	-14,9%	-18,6%	-6,3%
EBITDA	11,4	13,1	20,7	14,3	59,4
EBITDA-marginal	28,7%	31,7%	49,2%	32,7%	35,7%
% y-o-y	80,0%	54,0%	54,1%	37,9%	53,9%
Av- och nedskrivningar	-2,6	-2,5	-2,6	-2,4	-10,1
EBIT	8,7	10,6	18,1	11,9	49,3
EBIT-marginal	22,1%	25,6%	43,1%	27,2%	29,6%
% y-o-y	124,0%	75,9%	66,2%	60,8%	74,8%
EBITDAC	2,2	11,1	18,8	12,1	44,3
EBITDAC-marginal	5,6%	26,9%	44,9%	27,8%	26,6%
% y-o-y	-43,6%	111,4%	73,5%	697,0%	105,7%

(MSEK)	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
ARR	158,2	164,1	166,8	173,5	173,5
% y-o-y	9,3%	11,9%	12,9%	13,4%	13,4%
% q-o-q	3,4%	3,8%	1,6%	4,0%	
Prenumerationsintäkter	37,4	39,4	40,8	41,8	159,4
% y-o-y	8,4%	10,1%	11,6%	11,2%	10,3%
Konsultintäkter	2,2	1,9	1,1	2,0	7,2
% y-o-y	35,7%	22,0%	-27,5%	-29,8%	4,3%

Estimat fram till 2027E

Vi bedömer att Upsales har goda förutsättningar att öka tillväxttakten under de kommande åren, drivet av Upsales AI, prismodellen Accelerate samt en förstärkt säljorganisation med en ny go-to-market-strategi. De genomförda initiativen har gett effekt under 2025, vilket visar på styrkan i bolagets kommersiella omställning. Vi förväntar oss att tillväxttakten successivt accelererar i takt med att fler kunder migrerar till Accelerate och användningen av Upsales AI ökar.

Kombinationen av Upsales AI och Accelerate förväntas driva tillväxt både genom ökad nykundsanskaffning och merförsäljning till befintliga kunder. De AI-drivna funktionerna stärker plattformens värdeerbjudande och skapar tydligare incitament för kunder att utöka sina licenser. Ledningen framhåller att den största tillväxtpotentialen finns inom den befintliga kundbasen.

Vidare bedömer vi att bolagets interna omstruktureringar tillsammans med utdelningen av Aira, kommer att sänka kostnadsbasen under de kommande åren. Tillsammans med en guidad intäkstillväxt kring 10-15 % förväntar vi oss därför att EBITDA-marginalen kommer stiga, och närma sig bolagets guidance kring 35 %.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	129,6	145,2	144,8	152,0	166,6	188,9
% y-o-y	39,1%	12,1%	-0,3%	5,0%	9,6%	13,3%
Aktiverat arbete för egen räkning	6,3	6,9	7,1	17,1	15,1	7,2
Övriga intäkter	3,7	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2
Totala intäkter	139,5	152,7	152,1	169,4	182,0	196,2
EV/S	10,2	4,3	3,8	2,5	2,3	2,0
Rörelsekostnader	-103,9	-110,0	-120,3	-130,8	-122,6	-128,7
% y-o-y	28,4%	5,9%	9,3%	8,8%	-6,3%	5,0%
EBITDA	35,6	42,6	31,9	38,6	59,4	67,5
EBITDA-marginal	27,5%	29,4%	22,0%	25,4%	35,7%	35,8%
% y-o-y	80,0%	19,6%	-25,2%	21,1%	53,9%	13,6%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-8,3	-8,9	-10,4	-10,1	-8,0
EBIT	28,5	34,4	23,0	28,2	49,3	59,5
EBIT-marginal	22,0%	23,7%	15,9%	18,6%	29,6%	31,5%
% y-o-y	126,5%	20,7%	-33,1%	22,8%	74,8%	20,7%
EV/EBIT	46,2	18,1	24,2	13,4	7,7	6,4
EBITDAC	29,4	35,7	24,7	21,5	44,3	60,4
EBITDAC-marginal	22,7%	24,6%	17,1%	14,2%	26,6%	32,0%
% y-o-y	140,1%	21,6%	-30,7%	-12,9%	105,7%	36,2%
EV/EBITDAC	n/a	n/a	n/a	17,6	8,6	6,3

Nedan redovisar vi våra estimat för Upsales återkommande intäkter samt fördelningen mellan licens- och konsultintäkter. Bolagets affärsmodell kännetecknas av att programvaran är enkel att implementera, vilket innebär att andelen konsultintäkter förblir låg i relation till licensintäkterna.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
ARR	145,8	140,4	141,9	153,0	173,5	198,8
% y-o-y	30,4%	-3,7%	1,0%	7,8%	13,4%	14,6%
Prenumerationsintäkter	119,8	136,9	137,8	144,4	159,4	181,0
% y-o-y	41,2%	14,3%	0,6%	4,9%	10,3%	13,6%
Konsultintäkter	9,8	8,3	7,0	7,6	7,2	7,8
% y-o-y	17,6%	-15,2%	-15,8%	8,1%	-4,7%	8,4%

Motiverat värde i vårt huvudscenario

Vid bedömningen av värderingsmultiplerna har vi beaktat flera faktorer, däribland Upsales affärsmodell, den höga andelen återkommande intäkter, bolagets finansiella historik samt en jämförelse med relevanta peers. Genomgången av den svenska peer-gruppen visar att bolagen i genomsnitt handlas till en EV/EBIT-multipel på 18,9 för innevarande räkenskapsår.

Upsales har flera strukturella styrkor som bör premieras av marknaden framöver. Bolaget har framför allt en hög andel återkommande licensintäkter och låg churn, vilket genererar en stabil intäktsbas med hög förutsägbarhet. Upsales har exempelvis 95 % återkommande intäkter, jämfört med den börsnoterade CRM-aktören Lime på motsvarande 65 %. Vi anser att marknaden i dagsläget undskattar stabiliteten i Upsales affärsmodell och de lönsamhetsförbättringar som kommer att få genomslag under det kommande året, vilket bör få ett genomslag när bolagets tillväxt och marginaler ökar.

Vid vår värdering av Upsales utgår vi från det aktiveringsjusterade lönsamhetsmålet EBITDAC, vilket speglar en mer renodlad lönsamhet. Vi har valt att värdera Upsales baserat på en EBITDAC-multipel om 17x för helåret 2027E. Multiplerna speglar värderingsnivån i peer-gruppen, men utgör en rabatt mot Upsales historiska värderingsnivå (EV/EBIT 21,6x i snitt senaste tre åren). Detta motiveras genom att sektorn i stort värderats ned till följd av en AI-oro, där terminalvärdet i mjukvarubolag nu är mer osäkert. Baserat på våra prognoser för kassaflödet, exklusive utdelningar och återköp, estimerar vi att nettokassan uppgår till 118,0 MSEK vid utgången av 2027E. Detta ligger till grund för vår beräkning av motiverat börsvärde och aktiekurs för 2027E.

Bolaget har för närvarande tre utestående incitamentsprogram riktade till nyckelpersoner. Lösenpriserna i programmen ligger på nivåer som kräver en betydande kursuppgång för att utnyttjas, och vi räknar därför inte med någon utspädningseffekt i vårt huvudscenario. Vi redovisar även en alternativ värdering där en säkerhetsmarginal om 30 % har applicerats på våra estimat.

Värdering

	Multipel	EBITDAC 2027E	Nettokassa 2027E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2027E	17	60,4	118,0	1144,2	68,0
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	17	42,3	82,6	800,9	47,6

Börsvärdet om 1144,2 MSEK för 2027E motsvarar en EV/ARR-multipel på 5,2x, i linje med många jämförbara SaaS-bolag. Nedan följer potentiell avkastning för 2027E om Upsales utvecklas likt våra estimat i huvudscenariot.

Potentiell avkastning

2027E	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
	2,75	175,1%	49,9%	1,93	92,6%	30,0%

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

Känslighetsanalys

EBITDACx	Huvudscenario 2027E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
10	721,6	42,9	73,5%	505,1	30,0	21,5%
11	782,0	46,4	88,0%	547,4	32,5	31,6%
12	842,4	50,0	102,5%	589,7	35,0	41,8%
13	902,7	53,6	117,0%	631,9	37,5	51,9%
14	963,1	57,2	131,6%	674,2	40,0	62,1%
15	1023,5	60,8	146,1%	716,4	42,5	72,3%
16	1083,8	64,4	160,6%	758,7	45,1	82,4%
17	1144,2	68,0	175,1%	800,9	47,6	92,6%
18	1204,5	71,5	189,6%	843,2	50,1	102,7%
19	1264,9	75,1	204,1%	885,4	52,6	112,9%
20	1325,3	78,7	218,6%	927,7	55,1	123,1%
21	1385,6	82,3	233,2%	969,9	57,6	133,2%
22	1446,0	85,9	247,7%	1012,2	60,1	143,4%
23	1506,4	89,5	262,2%	1054,5	62,6	153,5%
24	1566,7	93,0	276,7%	1096,7	65,1	163,7%
25	1627,1	96,6	291,2%	1139,0	67,6	173,8%

Källförteckning

1. <https://www.linkedin.com/feed/update/urn:li:activity:7442493343965794304/?originTrackingId=jtvmPX4eOU%2FxcIxrZmAXsw%3D%3D>
2. <https://www.aira.app/>
3. <https://www.aira.app/revenue-journal/events>
4. <https://mf.n.se/a/upsales-technology/upsales-technology-ab-publ-board-of-directors-proposes-distribution-and-separate-listing-of-ai-company-aira>

Disclaimer

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

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

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

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

Intressekonflikt

Albin Eriksson äger aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys