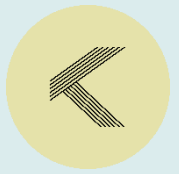


Upsales Technology

Rapportkommentar Q4'25



2026-02-19

Upsales redovisade ökad nettoomsättning och EBIT i det fjärde kvartalet. Totala intäkter uppgick till 49,2 MSEK (38,8), varav nettoomsättningen uppgick till 40,4 MSEK (36,4), aktiverat arbete till 8,9 MSEK (2,3) och övriga rörelseintäkter till 0,0 MSEK (0,0). De årligt återkommande intäkterna (ARR) uppgick till 153,0 MSEK (141,9), motsvarande en ökning om 7,8% y/y och 5,3 MSEK från Q3.

Ett starkt 2025 med positiva utsikter

Upsales avslutade helåret 2025 med ett rekordkvartal avseende ARR och nettoomsättning. Helårsomsättningen ökade med 5,0 % till 152,0 MSEK och det framåtblickande intäktsmålet ARR, växte 7,8 % till 153,0 MSEK. Ökningen i ARR under kvartalet drevs primärt av ett fortsatt starkt momentum i det nya säljteamet, både inom nyförsäljning samt en ökad försäljning mot den befintliga kundbasen, där den största försäljningspotentialen finns. EBIT ökade med 22,8 % till 28,2 MSEK, vilket motsvarar en EBIT-marginal om 18,6 %. Inför 2026 pekar affären i rätt riktning, med fortsatt minskad churn samt god försäljningsutveckling mot både nya- och befintliga kunder. Bolaget själva är fortsatt optimistiska till det strategiska skiftet och förväntar sig en ökad intäktsstillväxt 2026.

En bred AI-oro pressar hela sektorn

Lanseringen av Anthropic's nya AI-modell har förstärkt en utbredd oro i hela mjukvarusektorn. Marknaden prisar in ett scenario där generativ AI och AI-agenter ersätter stora delar av den traditionella SaaS-stacken. Farhågan är att om AI kan utföra arbetsflöden direkt ovanpå bolagens data, minskar behovet av applikationslagret. Ett faktum är dock att AI faktiskt underlättar ett generellt prototypbyggande, men skillnaden mellan en prototyp och en verksamhetskritisk produkt är i dagsläget mycket stor. Vidare så finns det säkerligen inslag av en ökad konkurrens på marknaden till följd av AI, men efterfrågan kommer fortsatt strukturellt öka då många svenska bolag är väldigt tidiga i sin digitaliseringsresa. CRM-plattformar är djupt integrerade dataryggrader med årtal av inbyggd logik, compliance och integrationer. Att ersätta dem är komplext och riskfyllt. AI accelererar utveckling och förbättrar funktionalitet, men eliminerar inte behovet av stabila, specialiserade system. Historiskt har teknikskiften stärkt snarare än försvagat ledande plattformar. Vi tror att oron på marknaden är överdriven och kommer minska i takt med att Upsales fortsätter att leverera operativt.

Outlook

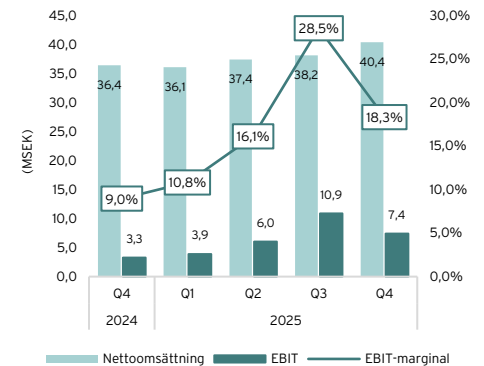
Vi ser goda möjligheter för accelererad tillväxt under 2026 och 2027, drivet av bolagets starka momentum inom organisationen, en fortsatt stark kundretention och successiva uppgraderingar till Accelerate. Vi bedömer att lönsamheten, trots ökade investeringar, kommer öka under både 2026 och 2027, drivet av bolagets höga inkrementella marginaler och interna effektivitet. Vi tror att de senaste tidens kursnedgång, drivet av den breda AI-oron, skapar ett attraktivt ingångsläge i Upsales. Upsales demonstrerar redan hur AI kan stärka både produktivitet, produktvärde och skalbarhet, snarare än utgöra ett strukturellt hot. På våra estimat för 2027E ser vi en uppsida om 197,6 %, baserat på en multipel på 25x.

(MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	145,2	144,8	152,0	166,6	194,0
Tillväxt y-o-y	12,1%	-0,3%	5,0%	9,6%	16,4%
Aktiverat arbete	6,9	7,1	17,1	22,6	17,6
Övriga intäkter	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2
Summa intäkter	152,7	152,1	169,4	189,5	211,8
EV/S	4,3	3,8	2,4	2,2	1,9
Rörelsekostnader	-110,0	-120,3	-130,8	-136,9	-150,0
Tillväxt y-o-y	5,9%	9,3%	8,8%	4,7%	9,6%
Av- och nedskrivningar	-8,3	-8,9	-10,4	-16,4	-18,2
EBIT	34,4	23,0	28,2	36,2	43,5
EBIT-marginal	23,7%	15,9%	18,6%	21,7%	22,4%
Tillväxt y-o-y	20,7%	-33,1%	22,8%	28,4%	20,2%
EV/EBIT	18,1	24,2	13,0	10,1	8,4

Fakta

VD	Daniel Wikberg
Lista	First North
Ticker	UPSALE
Aktiekurs (SEK)	24,0
Antal aktier (Miljoner)	16,8
Börsvärde (MSEK)	404,1
Nettokassa (MSEK)	37,0
EV (MSEK)	367,1
Insiderägande	44,5%
Nästa rapport	2026-04-22

Kvartalsutveckling

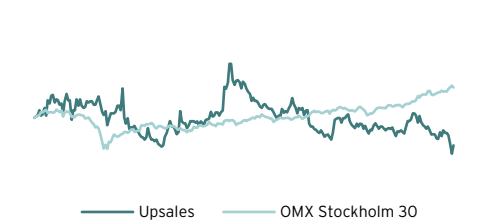


Analytiker

Albin Eriksson

albin@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Upsales	-20,5	-22,8	-30,2

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. Dessa aktörer har större resurser och kan pressa priser eller lansera liknande AI-funktioner.

Längre säljcykler i ny strategi

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

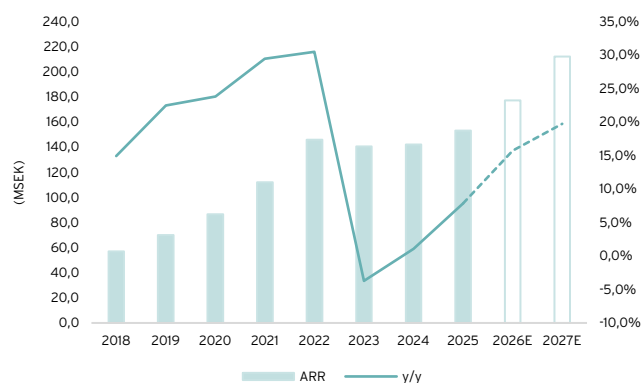
Hög kostnadsnivå i tillväxtfas

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

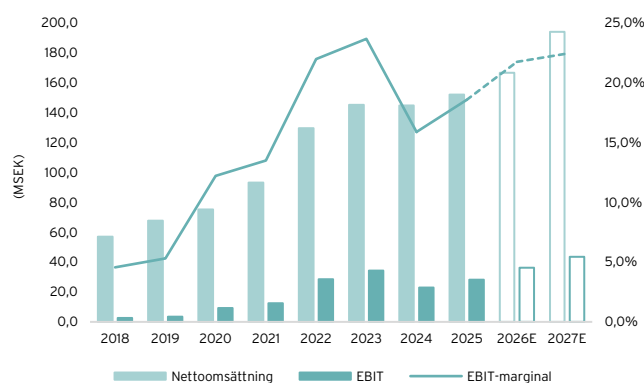
Beroende av nyckelpersoner

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

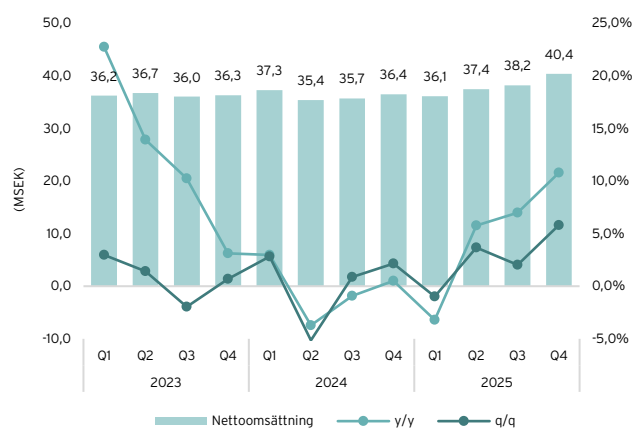


Stark avslutning på året med rekordomsättning

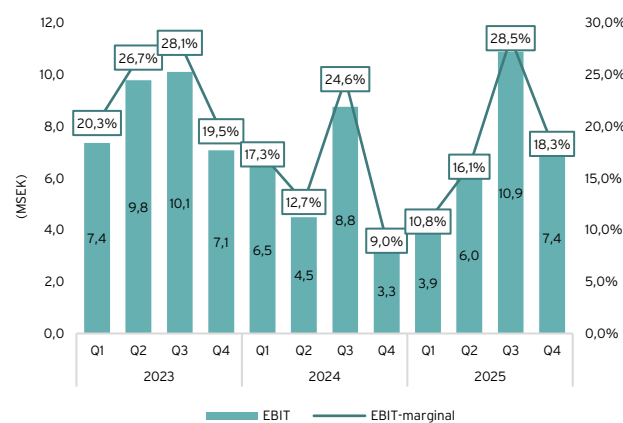
Totala intäkter uppgick till 49,2 MSEK (38,8) i kvartalet, vilket innebär en total ökning om 27,0 %. Nettoomsättningen uppgick till 40,4 MSEK (36,4), medan aktiverat arbete och övriga intäkter uppgick till 8,9 MSEK (2,3) respektive 0,0 MSEK (0,0). Anledningen till kraftigt ökade aktiveringarna beror delvis på utveckling kopplat till nya produktfeatures samt innovationsprojektet Aira. Den ökade nettoomsättningen under kvartalet drevs bland annat av ett fortsatt starkt operativt momentum i bolaget, genom stark nykunds försäljning, minskad churn och ökad uppförsäljning inom den befintliga kundbasen.

EBIT uppgick under kvartalet till 7,4 MSEK (3,3), en marginal om 18,3 % (9,0). Den starka lönsamhetsutvecklingen drevs till största del av de ökade aktiveringarna. Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDAC uppgick under kvartalet till 1,5 MSEK (3,2), vilket speglar ledningens ambition att alltid prioritera tillväxt före kortsiktig marginaloptimering.

Nettoomsättning, kvartal



EBIT, kvartal



Utfall vs estimat

Rapporten överträffade våra förväntningar på flertalet punkter. ARR ökade med 5,3 MSEK q/q, vilket var 1,5 MSEK över våra estimat. Nettoomsättningen inkom 3,6 % högre än väntat. Rörelsekostnaderna var 16,4 % över våra prognoser, drivet av ökade investeringar i organisation, produkt och marknadsföring. Trots den högre kostnadsbasen översteg både EBITDA och EBIT våra estimat, främst till följd av högre aktiverade utvecklingskostnader än vi hade räknat med.

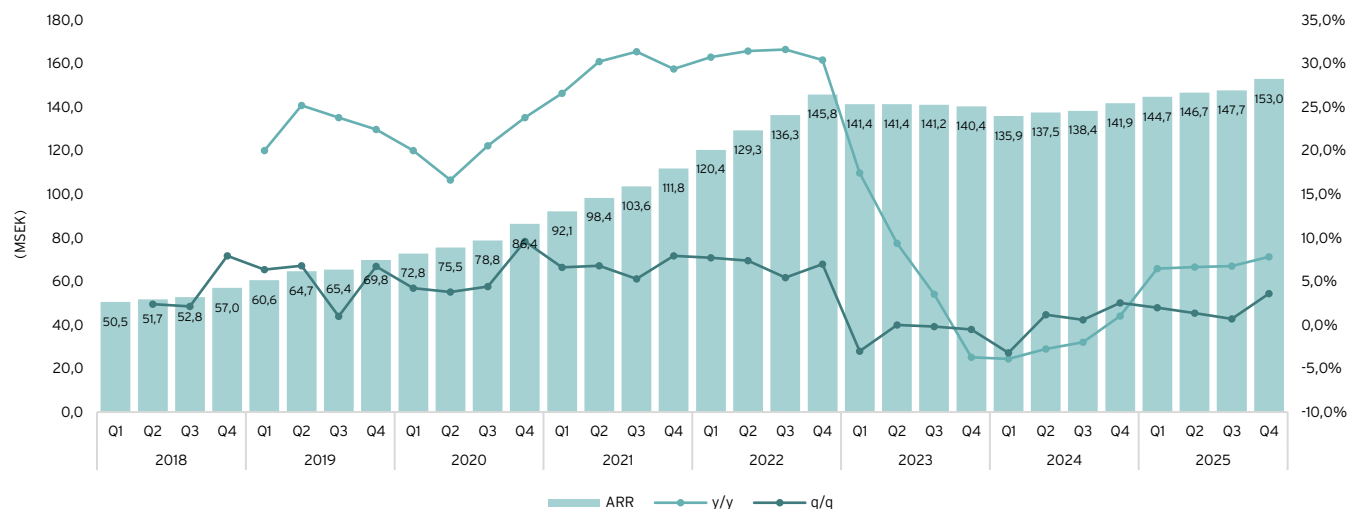
Utfall vs estimat Q4'25

(MSEK)	Q4'24	Q1'25	Q2'25	Q3'25	Q4'25A	Q4'25E	Diff.
Årligt återkommande intäkter (ARR)	141,9	144,7	146,7	147,7	153,0	151,5	+1,0%
<i>Sekventiell addering</i>	<i>3,5</i>	<i>2,8</i>	<i>2,0</i>	<i>1,0</i>	<i>5,3</i>	<i>3,8</i>	<i>+1,5</i>
Nettoomsättning	36,4	36,1	37,4	38,2	40,4	39,0	+3,6%
Aktiverat arbete för egen räkning	2,3	2,4	3,2	2,5	8,9	3,3	+166,4%
Övriga intäkter	0,0	0,0	0,2	0,1	0,0	0,1	-93,2%
Totala intäkter	38,8	38,5	40,9	40,8	49,2	42,4	+16,2%
Övriga externa	-15,3	-13,0	-14,5	-12,8	-20,4	-15,5	+31,7%
Personalkostnader	-17,4	-19,1	-17,9	-14,5	-18,4	-17,9	+2,9%
Övriga rörelsekostnader	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	+237,5%
Totala kostnader	-33,3	-32,2	-32,4	-27,4	-38,9	-33,4	+16,4%
EBITDA	5,5	6,3	8,5	13,4	10,4	9,0	+15,5%
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>15,1%</i>	<i>17,5%</i>	<i>22,8%</i>	<i>35,1%</i>	<i>25,7%</i>	<i>23,1%</i>	<i>2,6pp</i>
Av- och nedskrivningar	-2,2	-2,4	-2,5	-2,5	-3,0	-2,7	+11,3%
EBIT	3,3	3,9	6,0	10,9	7,4	6,3	+17,3%
<i>EBIT-marginal</i>	<i>9,0%</i>	<i>10,8%</i>	<i>16,1%</i>	<i>28,5%</i>	<i>18,3%</i>	<i>16,2%</i>	<i>2,1pp</i>

Tillväxttakten accelererar ytterligare

Under Q4'25 uppgick Upsales ARR till 153,0 MSEK (141,9), motsvarande en ökning med 7,8 % (1,0) y/y. Sekventiellt ökade bolagets ARR med 5,3 MSEK (3,5), motsvarande en tillväxt om 3,6 % (2,5). Tillväxttakten accelererade därmed ytterligare under kvartalet, till stor del genom ett starkt operativt momentum genom det nya säljteamet, värdeskapande produktlanseringar, samt potentiellt en del avvaktande kunder under Q3 som senarelagt investeringsbeslutet in i Q4. Nykundsanskaffningen utvecklades fortsatt starkt, en stark trend sedan lanseringen av prismodellen Accelerate. Försäljningen inom den befintliga kundbasen var under kvartalet en positiv bidragsfaktor, något som tidigare kvartal utvecklats mer avvaktande. Bolagets framhåver att den största potentialen fortsatt finns inom den befintliga kundbasen, med en försäljningspotential på cirka 500 MSEK.

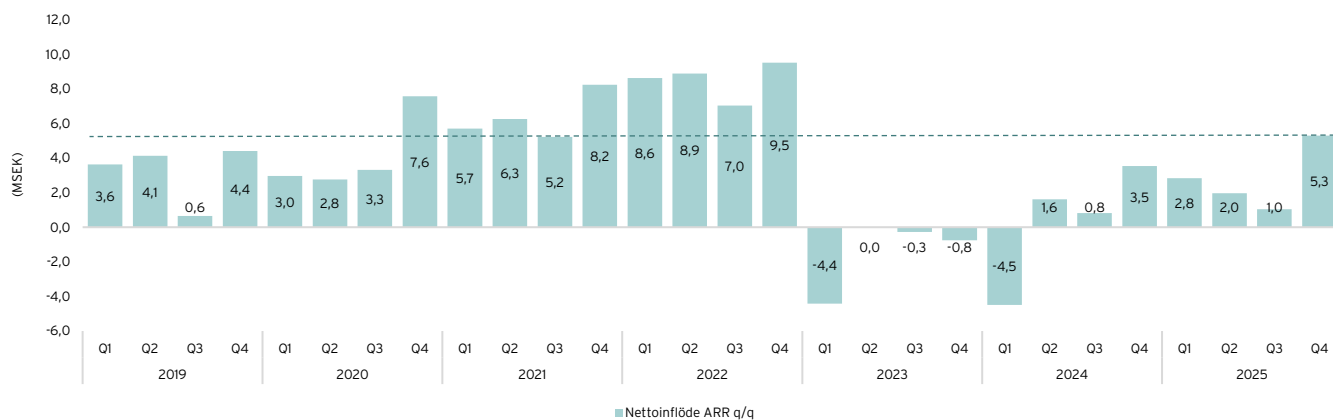
ARR, 2018-2025



Starkaste nettoinflödet på 12 kvartal

Under kvartalet ökade Upsales ARR med 5,3 MSEK från Q3'25. Ökningen motsvarar en lika hög nettoaddering som bolaget upprätthöll under 2021, ett år då bolaget växte som snabbast. Efter några svagare kvartal under 2023 och delar av 2024 indikerar utvecklingen nu en tydlig återacceleration i nettoinflödet, vilket tyder på stärkta interna processer och förbättrad go-to market. De senaste kvartalens utveckling stärker därmed vår tilltro till att bolagets tillväxtutsikter skall förbättras framöver.

ARR-tillväxt q/q, 2019-2025

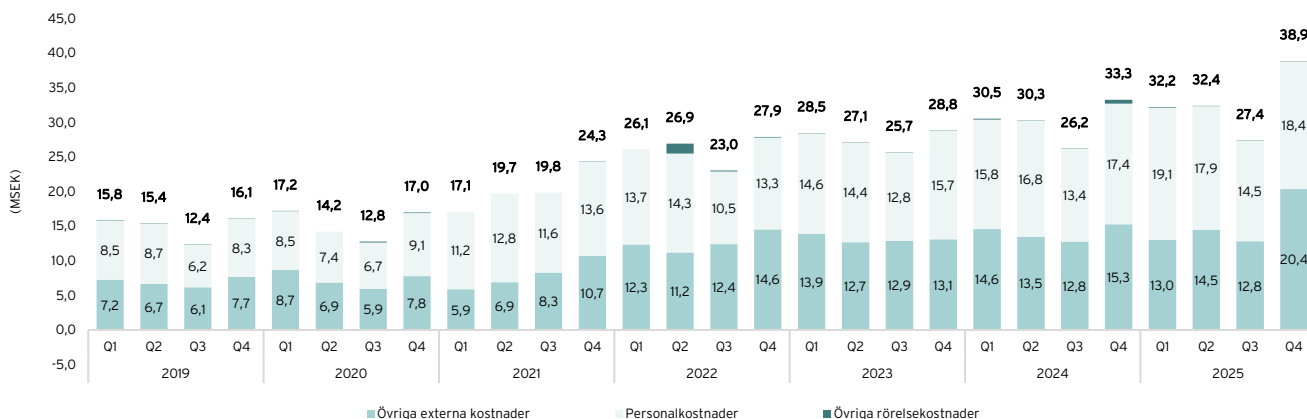


Investeringar för fortsatt tillväxt

För att fortsätta ligga i framkant och vara ett innovativt bolag avser Upsales att fortsätta investera i produkt, organisation och marknadsföring. I Q4'25 ökade rörelsekostnaderna jämfört med föregående år, vilket enligt bolaget främst förklaras av fortsatta satsningar inom produktutveckling, AI-integration samt förstärkningar i organisationen. Upsales betonar att bolaget aktivt väljer att återinvestera i verksamheten för att stärka erbjudandet, snarare än att maximera kortsiktig lönsamhet.

Ledningen framhåller att AI möjliggör högre intern produktivitet, men också kräver initiala investeringar i kompetens och teknik. Kostnadsökningen i kvartalet bör därmed ses i ljuset av en uttalad tillväxtstrategi. Bolaget signalerar att investeringstakten kommer att ligga kvar på en aningen högre nivå, med målsättningen att driva långsiktig ARR-tillväxt och stärka den konkurrensmässiga positionen.

Rörelsekostnader, 2019-2025

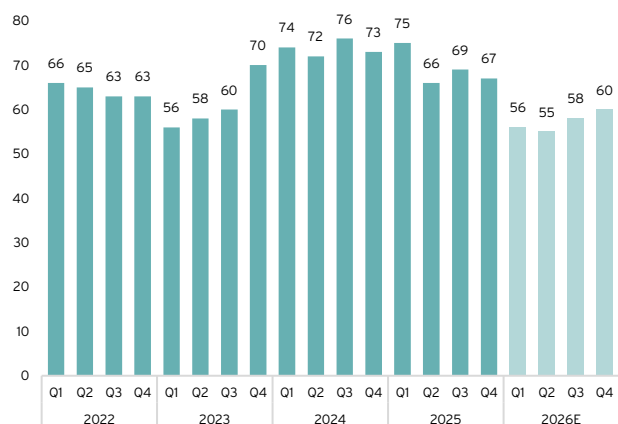


Effektiviseringar i organisationen väntas sänka kostnadsbasen framåt

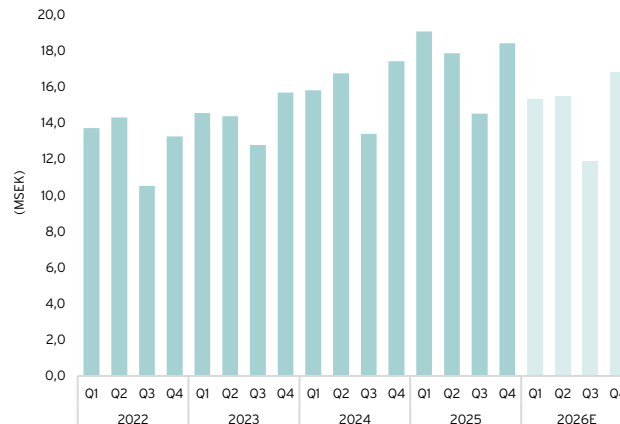
I december meddelade Upsales att bolaget, genom att nyttja AI i den interna organisationen, genomfört omfattande effektiviseringar som möjliggjort en minskning av personalstyrkan utan att sänka utvecklingstakt eller kundvärde. Enligt ledningen har AI-verktyg implementerats, primärt för produktutvecklingen,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

Syftet med nedskärningarna är inte kostnadsbesparingar, utan snarare att höja output och skapa en mer skalbar organisation. Effekten är dock en mer flexibel kostnadsstruktur och förbättrad operativ hävstång. Bolaget betonar att AI förändrar arbetssätt snarare än enbart adderar viss funktionalitet, där bredare och mer tvärfunktionella roller ersätter tidigare mer avgränsade specialistroller. Ledningen uppger att inga specifika engångsposter kommer påverka bolaget kopplat till personalminskningarna framöver.

Antal anställda, 2018-2026E



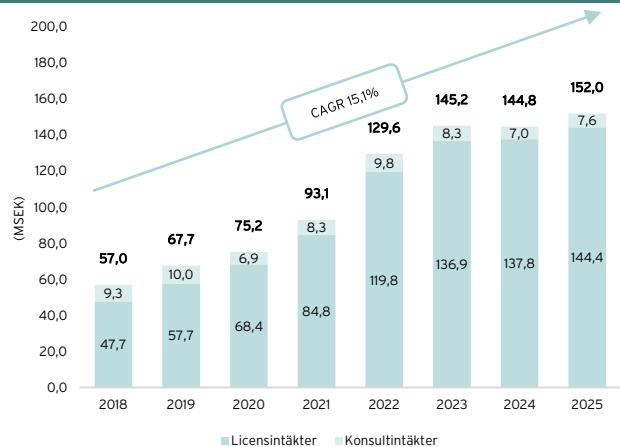
Personalkostnader, 2018-2026E



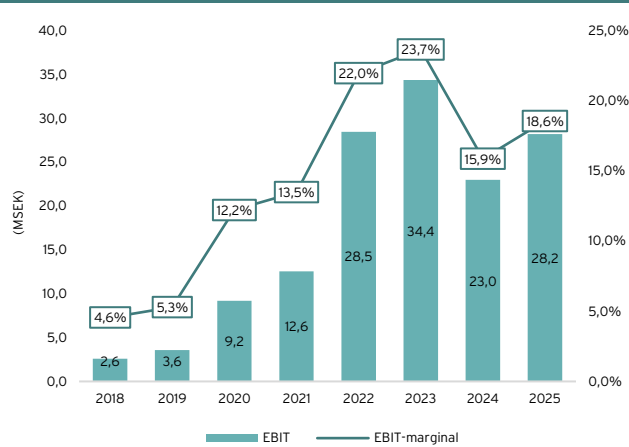
De senaste åren utgjorde ett tillfälligt hack i tillväxtkurvan

Räkenskapsåret 2025 visade sammantaget på tydliga operativa förbättringar, samt ökning av både tillväxt och lönsamhet. Bolaget har under de senaste åren lagt stort fokus på produktutveckling, AI-integration och interna arbetssätt, vilket successivt stärkt både erbjudandet och skalbarheten i modellen. Samtidigt har Upsales kombinerat fortsatta investeringar med kostnadskontroll och effektiviseringar inom organisationen. Helåret sätter grund för en strategisk förflyttning mot ett mer AI-drivet CRM-erbjudande, med ambitionen att hjälpa sina kunder att växa snabbt och effektivt.

Nettoomsättning, 2018-2025



EBIT, 2018-2025

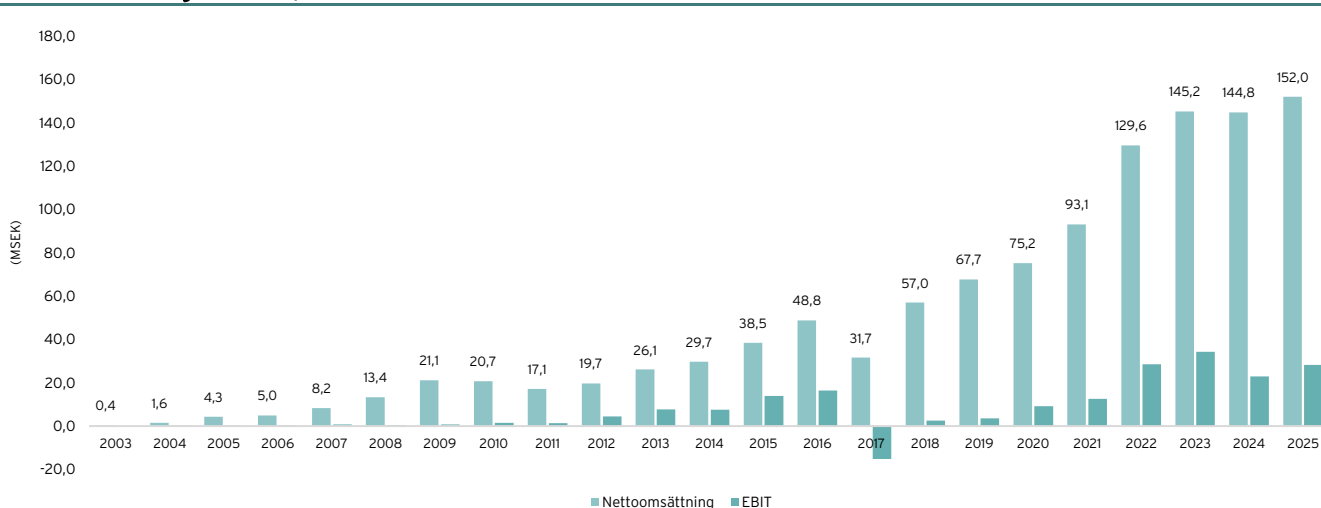


Lång historik av lönsam tillväxt

Upsales har en lång historik av lönsam tillväxt, drivet av en skalbar affärsmodell med hög andel återkommande intäkter. Omkring 95 % av nettoomsättningen utgörs av licensintäkter, vilket ger hög förutsägbarhet i intjäningen, minskar säsongsvariationer och skapar goda förutsättningar för uthållig lönsamhet. Den historiska tillväxten har kombinerats med god lönsamhet, vilket visar på effektiv kapitalanvändning, värdeskapande produktutveckling och en robust affärsmodell.

Den skalbara affärsmodellen med höga inkrementella marginaler innebär att verksamheten har en betydande marginalpotential vid ökad försäljning. Upsales betonar samtidigt att bolaget fortsatt prioriterar tillväxt och investeringar i produktutveckling framför att maximera kortsiktig lönsamhet. Strategin förväntas stärka bolagets marknadsposition och långsiktiga värdeskapande.

Nettoomsättning och EBIT, 2003-2025



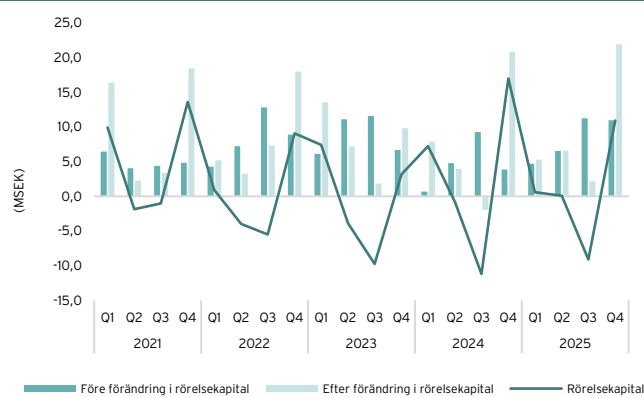
Stark balansräkning och stabil kassagenerering

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 11,0 MSEK (3,9). Förändringar i rörelsekapital påverkade kassaflödet positivt och uppgick till 10,9 MSEK (3,9), vilket innebar att kassaflödet från den löpande verksamheten efter rörelsekapital uppgick till 21,9 MSEK (20,8). Det fjärde kvartalets kassaflöde är erkänt starkt, då flera inbetalningar inkommer under kvartalet.

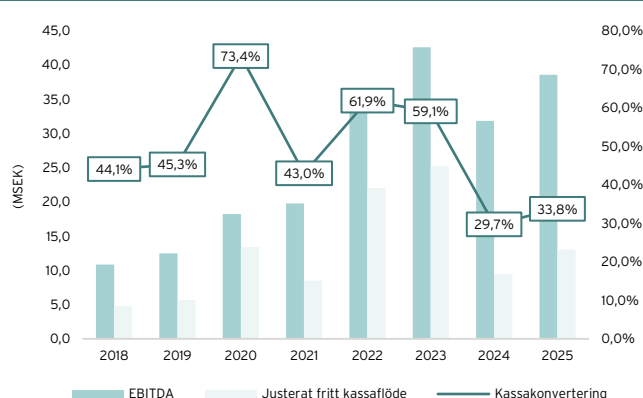
Kassaflödet från investeringsverksamheten uppgick till -5,0 MSEK (-3,3). Det fria kassaflödet uppgick därmed till 16,8 MSEK (17,6). Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingskuld) uppgick till 5,6 MSEK (0,6).

Kassaflödet från finansieringsverksamheten uppgick till -0,4 MSEK (0,0), drivet av amorteringar på en leasingskuld som uppkom under kvartalet. Periodens totala kassaflöde uppgick därmed till 16,5 MSEK (17,6), vilket resulterade i en kassa om 37,0 MSEK (47,4) vid kvartalets slut. Vidare föreslog styrelsen att dela ut 0,75 SEK per aktie, vilket motsvarar 16,0 MSEK.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde och kassakonvertering



Vid utgången av Q4'25 uppgick Upsales totala tillgångar till 110,0 MSEK, varav 32,2 MSEK utgjordes av aktiverade utvecklingsutgifter, 21,9 MSEK av kortfristiga fordringar och 37,0 MSEK av kassa och likvida medel. Bolaget har inga räntebärande skulder, vilket innebär en nettokassa på 37,0 MSEK och en stark finansiell flexibilitet. På skuldsidan återfinns långfristiga leasingskulder om 2,8 MSEK, kortfristiga skulder om 88,9 MSEK, där majoriteten (76,4 MSEK) utgörs av förutbetalda intäkter från abonnemangsbaserade kunder eftersom Upsales till stor del fakturerar årsvis i förskott.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
29,3 % (32,2 MSEK)	8,2 % (9,1 MSEK)	16,7 %
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
33,6 % (37,0 MSEK)	0,0 MSEK	37,0 MSEK

I kvartalsrapporten annonserades en kontantutdelning om 16,0 MSEK, vilket motsvarar 0,75 SEK per aktie och innebär en direktavkastning om cirka 3,1%. Upsales har en utdelningspolicy som innebär att 50 % av det fria kassaflödet delas ut till aktieägarna, förutsatt att rörelsens expansion inte kräver kapital.

Värdering

Key stats

Antal aktier	16 838 375	Börsvärde (MSEK)	404,1
Aktiekurs (SEK)	24,0	Nettokassa (MSEK)	37,0
		Enterprise value (MSEK)	367,1

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	152,0	EV/S	2,5
EBIT	28,2	EV/EBIT	13,0
Vinst	22,5	P/E	18,0
FCF	23,1	EV/FCF	31,8

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

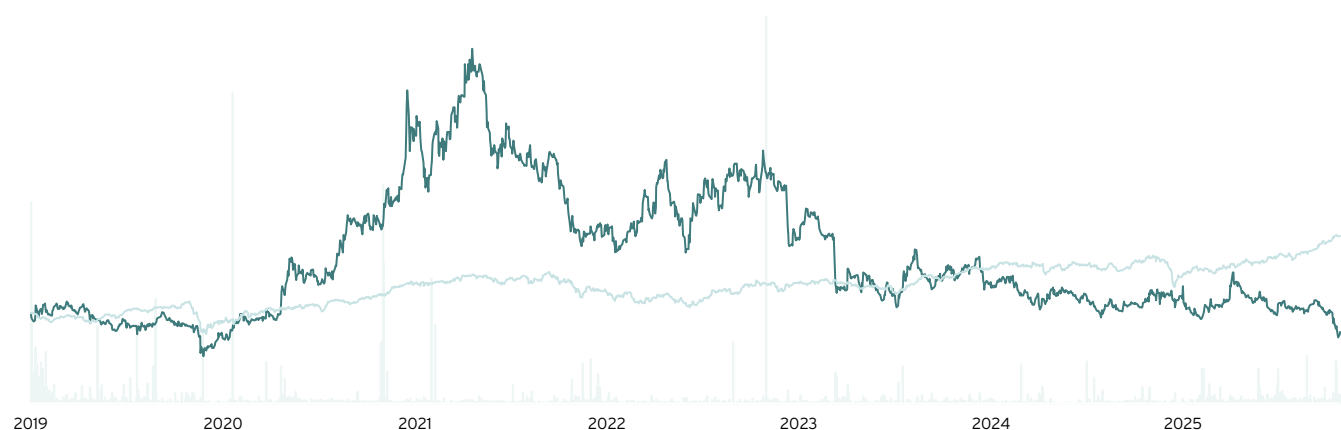
Nyckeltal

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

Upsales jämfört med OMXS30, 2019-idag (indexerat)

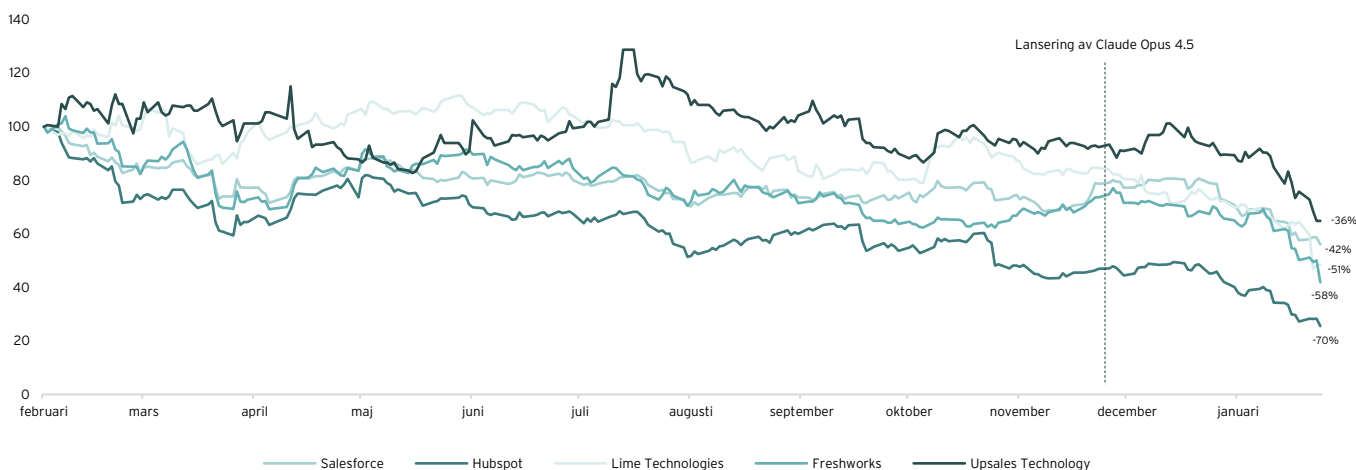


Breda nedgångar i hela sektorn till följd av AI-oro

Under november 2025 lanserade Anthropic modellen Claude Opus 4.5, en ny AI-modell som ska vara betydligt mer kraftfull jämfört med de tidigare modellerna Claude Sonnet 4.5 och Claude Haiku 4.5. Lanseringen har skapat en stor AI-oro bland samtliga mjukvarubolag, och utlöst kraftiga kursnedgångar sedan årsskiftet, inte minst bland enterprise- och CRM-bolag. Marknaden har snabbt börjat prisa in ett scenario där generativ AI och AI-agenter kommer att ersätta stora delar av den traditionella SaaS-stacken. De kraftiga nedgångarna är inte isolerade till enskilda bolag, utan har slagit brett mot hela mjukvarusegmentet.

Den största farhågan är att AI-verktyg i allt högre grad kan utföra det arbete som många SaaS-applikationer byggts för att stödja. Om AI kan boka möten, skriva offerter, analysera kunddata och generera arbetsflöden direkt ovanpå företagets datakällor minskar värdet av det traditionella applikationslagret.

Aktiekursutveckling det senaste året bland börsens CRM-bolag (indexerat)



En möjlighet, snarare än ett hot

CRM-plattformar är inte enbart frontend-applikationer, utan djupt integrerade dataplattformar med affärskritisk historik, regelverk, regulatoriska krav och tusentals kundspecifika integrationer. Dessa system har byggts upp över många år och utgör i praktiken kundernas operativa ryggrad. Att ersätta detta är tidskrävande, kostsamt och riskfyllt, och i dagsläget troligtvis inte något generativa AI-modeller kan genomföra med tillräcklig robusthet.

Argumentet att AI sänker tröskeln för att bygga mjukvara, stämmer till viss del, men missar att kod endast utgör en begränsad del av hela värdeskapandet. Det avgörande ligger i driftsäkerhet, compliance, support, kontinuerlig produktutveckling och förmågan att leverera affärskritiska system i produktion över tid. Historiskt har företag rört sig bort från internutvecklade lösningar och mot specialiserade leverantörer, en trend som ännu inte reverserats. Upsales verkar dessutom på en strukturellt växande marknad, drivet av en ökad digitalisering i verksamheter. Även om utbudet av mjukvaror blir större genom AI, så växer troligen efterfrågan på CRM-system snabbare.

Enligt en artikel från Bloomberg, bör AI snarare ses som ett nytt gränssnitt ovanpå CRM-system än som en direkt ersättare¹. Tidigare teknikskiften, såsom moln, mobilitet och low-code, har initialt tolkats som disruptiva hot men har i praktiken snarare stärkt etablerade mjukvarornas relevans. Företag kommer fortsatt behöva en centraliserad "single source of truth" för kunddata och affärsprocesser.

För Upsales har skiftet hittills inneburit kortare utvecklingscykler, högre produktivitet per anställd och möjlighet att lösa tidigare strukturella problem, såsom datakvalitet. Upsales har redan demonstrerat detta genom bred AI-implementering både internt och i kärnprodukterna. Automatisering av interna processer, förbättrad datakvalitet och sänkt användartröskel talar för ökat kundvärde snarare än minskad relevans.

Vi anser att mjukvarubolagens historik, kundbeteende och marknadsstruktur visar att AI inte reducerar den adresserbara marknaden för CRM, utan snarare expanderar den. Den primära risken ligger inte i tekniken i sig, utan i bolag som misslyckas med att integrera AI i sin kärnarkitektur och sitt erbjudande. För aktörer som agerar proaktivt kan AI ses som en möjlighet snarare än ett existentiellt hot. Vi tror att det finns goda möjligheter till att tro att den generella AI-oron på marknaden skapar stora möjligheter i bolag som Upsales, det vill säga bolag som är snabbfotade och snarare rider med AI-trenden, och inte emot den.

Peers

Internationella CRM-bolag har under de senaste månaderna värderats ned avsevärt, i spåren av den ökade AI-oron och lanseringen av mer avancerade AI-modeller. Marknaden har i flera mjukvarubolag prisat in ett scenario där generativ AI och AI-agenter pressar tillväxt, prissättning och långsiktig relevans. Detta har resulterat i fallande multiplar, trots att flera aktörer fortsatt uppvisar stabil ARR-tillväxt, höga marginaler och starka kassaflöden. Värderingsnedgången har i stor utsträckning drivits av sentiment snarare än fundamentala förändringar. De bakåtblickande medianmultiplarna i sektorn uppgår till EV/S 3,8x, EV/EBITDA 15,7x samt EV/EBIT 20,8x, vilket tyder på kraftig multipelkontraktion i hela sektorn. Upsales handlas i dagsläget till en av de lägsta multiplarna i jämförelsegruppen, vilket vi bedömer som omotiverat givet bolagets höga andel återkommande licensintäkter.

Tydlig multipelkontraktion bland de noterade CRM-bolagen

Bolag	Marknad	Börsvärde	EV	Nettoomsättning		EBITDA		EBIT		Lönsamhet		
				MSEK R12	EV/S	MSEK R12	EV/EBITDA	MSEK R12	EV/EBIT	EBITDA %	EBIT %	FCF %
Freshworks Inc	Nasdaq	2 122,0	1 348,4	838,8	1,6x	39,5	34,2x	13,6	99,1x	4,7%	1,6%	26,3%
HubSpot Inc	NYSE	12 972,7	11 758,7	3 131,3	3,8x	206,6	56,9x	11,4	1030,1x	6,6%	0,4%	18,4%
Lime Technologies	Mid Cap	2 478,4	2 609,7	739,8	3,5x	227,5	11,5x	146,0	17,9x	30,7%	19,7%	18,0%
Microsoft Corp	Nasdaq	2 949 464,0	2 965 430,0	305 453,0	9,7x	188 298,0	15,7x	142 559,0	20,8x	61,6%	46,7%	25,3%
Salesforce Inc	NYSE	176 181,2	172 046,2	40 317,0	4,3x	12 268,0	14,0x	8 880,0	19,4x	30,4%	22,0%	32,0%
Snitt		628 643,7	630 638,6	70 096,0	4,6x	40 207,9	26,5x	30 322,0	237,4x	26,8%	18,1%	24,0%
Median		12 972,7	11 758,7	3 131,3	3,8x	227,5	15,7x	146,0	20,8x	30,4%	19,7%	25,3%
Upsales	First North	404,1	367,1	152,0	2,5x	38,6	17,9x	28,2	15,2x	25,4%	18,6%	11,4%

Även 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.

Upsales värderas i dagsläget i linje med, eller svagt lägre än sektormedianen, trots en högre andel återkommande intäkter och förbättrat operativt momentum. 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	367,1	333,2	7,0x	5,7x	4,6x	20,2x			47,4	31,2%	47,0%	125,1%	34,8%	59,3%
Enea	1 174,0	1 409,8	1,5x	1,6x	1,5x	11,7x	11,8x	9,9x	889,0	-0,6%	30,5%	-1,8%	12,8%	-9,6%
Formpipe Software	1 210,0	1 169,6	2,4x	3,6x	4,5x	91,4x	83,5x	43,3x	480,3	3,6%	14,6%	-7,6%	2,7%	-24,8%
Lime Technologies	2 457,1	2 588,4	3,5x	3,2x	2,9x	17,7x	15,4x	13,1x	739,8	16,9%	30,7%	13,4%	19,7%	11,9%
Micro Systemation	1 238,5	1 095,2	2,4x	2,2x	2,0x	16,2x	17,4x	13,6x	461,8	8,3%	18,5%	15,9%	14,7%	18,8%
Observit	247,1	226,4	3,6x	1,6x	1,1x	98,2x	15,1x	8,7x	63,5		14,0%		3,6%	
Opter	420,0	392,8	4,0x			18,3x			97,9	15,9%	22,0%	20,5%	22,0%	20,9%
Physitrack	160,3	198,3	1,2x			-2,8x			14,8	37,0%	neg.	-204,6%	neg.	-256,9%
Safeture	138,3	107,2	1,9x	1,7x	1,5x	491,9x	5,6x		57,0	21,5%	13,1%	18,5%	0,4%	15,0%
Truecaller	3 675,9	2 780,6	1,4x	1,5x	1,2x	5,1x	5,4x	4,2x	1912	31,2%	30,7%	46,2%	27,3%	80,4%
Vertiseit	1 555,4	1 840,3	2,7x	2,5x	2,3x	83,1x	19,2x	14,7x	675,6	54,5%	12,5%	48,2%	3,3%	26,7%
Snitt	1 149,4	1 103,8	2,9x	2,6x	2,4x	77,4x	21,7x	15,4x	494,5	21,9%	20,0%	7,4%	8,9%	-5,8%
Median	1 174,0	1 095,2	2,4x	2,2x	2,0x	18,3x	15,2x	13,1x	461,8	19,2%	18,5%	17,2%	12,8%	16,9%
Upsales	404,1	367,1	2,4x	2,4x	2,2x	15,2x	13,0x	9,6x	152,0	14,5%	25,4%	13,1%	18,6%	21,3%

Källa: Factset, Kalqyl Research

Estimat för 2026E

Inför Q1'26 förväntar vi oss att Upsales bibehåller det positiva momentumet med fortsatt sekventiell ARR-tillväxt, drivet av stark kundretention, ökad adoption av Upsales AI, successiva uppgraderingar till Accelerate samt fortsatt starkt momentum i det nya säljteamet. Den interna AI-implementeringen, som redan möjliggjort effektiviseringar inom utvecklingsorganisationen, bör successivt bidra till en lägre kostnadsbas och förbättrade marginaler under året. Givet bolagets höga inkrementella marginaler har ytterligare intäkter en kraftig hävstångseffekt på resultatet. Samtidigt räknar vi med att bolaget upprätthåller ett relativt högt investeringstempo under 2026 för att stärka produkt och marknadsposition, vilket dämpar den fulla marginalexpansionspotentialen trots interna effektiviseringar och ökad tillväxt.

Estimat för 2026

<i>(MSEK)</i>	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
Nettoomsättning	39,5	41,4	42,0	43,7	166,6
<i>% y-o-y</i>	<i>9,6%</i>	<i>10,6%</i>	<i>10,0%</i>	<i>8,3%</i>	<i>9,6%</i>
Aktiverat arbete	6,8	5,9	4,8	5,2	22,6
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,2	0,0	0,2
Summa intäkter	46,3	47,3	46,9	48,9	189,5
Rörelsekostnader	-36,6	-35,1	-29,1	-36,0	-136,9
<i>% y-o-y</i>	<i>13,8%</i>	<i>8,6%</i>	<i>6,4%</i>	<i>-7,3%</i>	<i>4,7%</i>
EBITDA	9,7	12,2	17,8	12,9	52,6
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>24,5%</i>	<i>29,4%</i>	<i>42,5%</i>	<i>29,5%</i>	<i>31,6%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>53,4%</i>	<i>42,9%</i>	<i>33,0%</i>	<i>24,4%</i>	<i>36,2%</i>
Av- och nedskrivningar	-3,8	-4,1	-4,2	-4,2	-16,4
EBIT	5,8	8,0	13,6	8,7	36,2
<i>EBIT-marginal</i>	<i>14,8%</i>	<i>19,4%</i>	<i>32,5%</i>	<i>19,9%</i>	<i>21,7%</i>
<i>% y-o-y</i>	<i>49,8%</i>	<i>33,0%</i>	<i>25,2%</i>	<i>17,9%</i>	<i>28,4%</i>

<i>(MSEK)</i>	Q1E	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
ARR	158,2	164,1	168,2	177,0	177,0
<i>% y-o-y</i>	<i>9,3%</i>	<i>11,9%</i>	<i>13,9%</i>	<i>15,7%</i>	<i>15,7%</i>
<i>% q-o-q</i>	<i>3,4%</i>	<i>3,8%</i>	<i>2,5%</i>	<i>5,2%</i>	
Prenumerationsintäkter	37,4	39,4	40,8	41,8	159,4
<i>% y-o-y</i>	<i>8,4%</i>	<i>10,1%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,2%</i>	<i>10,3%</i>
Konsultintäkter	2,2	1,9	1,1	2,0	7,2
<i>% y-o-y</i>	<i>35,7%</i>	<i>22,0%</i>	<i>-27,5%</i>	<i>-29,8%</i>	<i>4,3%</i>

Estimat fram till 2027E

Vi bedömer att Upsales har goda förutsättningar att öka tillväxttakten under de kommande åren, drivet av lanseringen av Upsales AI, den nya prismodellen Accelerate samt en förstärkt säljorganisation med en ny go-to-market-strategi. De genomförda initiativen har redan börjat ge effekt under 2025, trots att de nyligen lanserades, 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 den skalbara affärsmodellen med höga inkrementella marginaler ger utrymme för marginalexpansion på sikt, trots fortsatta investeringar i produktutveckling och organisation. Vi förväntar oss att bolaget fortsatt kommer att prioritera tillväxt framför kortsiktig lönsamhet. De operativa kostnaderna väntas därmed öka, men dessa bedömer vi vara strategiskt nödvändiga. Vår samlade bedömning är att marknaden i nuläget underskattar Upsales långsiktiga tillväxtpotential samt effekten av de strukturella tillväxtdrivarna, vilket skapar betydande utrymme för både intäkstillväxt och marginalexpansion under de kommande åren.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	129,6	145,2	144,8	152,0	166,6	194,0
% y-o-y	39,1%	12,1%	-0,3%	5,0%	9,6%	16,4%
Aktiverat arbete för egen räkning	6,3	6,9	7,1	17,1	22,6	17,6
Övriga intäkter	3,7	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2
Totala intäkter	139,5	152,7	152,1	169,4	189,5	211,8
EV/S	10,2	4,3	3,8	2,4	2,2	1,9
Rörelsekostnader	-103,9	-110,0	-120,3	-130,8	-136,9	-150,0
% y-o-y	28,4%	5,9%	9,3%	8,8%	4,7%	9,6%
EBITDA	35,6	42,6	31,9	38,6	52,6	61,8
EBITDA-marginal	27,5%	29,4%	22,0%	25,4%	31,6%	31,8%
% y-o-y	80,0%	19,6%	-25,2%	21,1%	36,2%	17,5%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-8,3	-8,9	-10,4	-16,4	-18,2
EBIT	28,5	34,4	23,0	28,2	36,2	43,5
EBIT-marginal	22,0%	23,7%	15,9%	18,6%	21,7%	22,4%
% y-o-y	126,5%	20,7%	-33,1%	22,8%	28,4%	20,2%
EV/EBIT	46,2	18,1	24,2	13,0	10,1	8,4

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 licens- och licensintäkterna.

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
ARR	145,8	140,4	141,9	153,0	177,0	211,9
% y-o-y	30,4%	-3,7%	1,0%	7,8%	15,7%	19,7%
Prenumerationsintäkter	119,8	136,9	137,8	144,4	159,4	186,2
% y-o-y	41,2%	14,3%	0,6%	4,9%	10,3%	16,8%
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 värderingsmultipeln 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 21,7x för innevarande räkenskapsår. För den grupp av bolag som helt eller delvis erbjuder CRM-lösningar uppgår medianvärderingen till 20,8x.

Upsales har flera strukturella styrkor som bör premieras av marknaden framöver. Bolaget har framför allt en högre andel återkommande licensintäkter och låg churn, vilket genererar en stabil intäktsbas med hög förutsägbarhet. Upsales har exempelvis 95 % återkommande intäkter, jämfört med Lime på motsvarande 65 %. Vi anser att marknaden i dagsläget delvis underskattar stabiliteten i Upsales affärsmodell, vilket bör få ett ökat genomslag när bolaget bibehåller en högre tillväxttakt.

Vi har valt att värdera Upsales baserat på en EBIT-multipel om 25x för helåret 2027E. Multipeln speglar värderingsnivån i peer-gruppen och Upsales historiska värderingsnivå (EV/EBIT 26,5x i snitt senaste tre åren). Baserat på våra prognoser för kassaflödet, exklusive utdelningar och återköp, estimerar vi att nettokassan uppgår till 114,4 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	EBIT 2027E	Nettokassa 2027E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2027E	25	43,5	114,4	1202,6	71,4
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	25	30,5	80,1	841,8	50,0

Börsvärdet om 1 202,6 MSEK för 2027E motsvarar en EV/ARR-multipel på 5,1x, 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
	2,98	197,6%	54,7%	2,08	108,3%	34,1%

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

Känslighetsanalys

EBITx	Huvudscenario 2027E			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)	Förändring %
18	897,9	53,3	122,2%	628,5	37,3	55,5%
19	941,4	55,9	133,0%	659,0	39,1	63,1%
20	984,9	58,5	143,7%	689,5	40,9	70,6%
21	1028,5	61,1	154,5%	719,9	42,8	78,1%
22	1072,0	63,7	165,3%	750,4	44,6	85,7%
23	1115,5	66,2	176,0%	780,9	46,4	93,2%
24	1159,1	68,8	186,8%	811,3	48,2	100,8%
25	1202,6	71,4	197,6%	841,8	50,0	108,3%
26	1246,1	74,0	208,4%	872,3	51,8	115,8%
27	1289,6	76,6	219,1%	902,7	53,6	123,4%
28	1333,2	79,2	229,9%	933,2	55,4	130,9%
29	1376,7	81,8	240,7%	963,7	57,2	138,5%
30	1420,2	84,3	251,4%	994,2	59,0	146,0%
31	1463,8	86,9	262,2%	1024,6	60,9	153,5%
32	1507,3	89,5	273,0%	1055,1	62,7	161,1%
33	1550,8	92,1	283,7%	1085,6	64,5	168,6%

Källförteckning

1. <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2026-02-12/salesforce-and-other-saas-companies-deserve-ai-disruption>

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