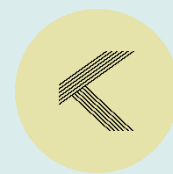


Upsales Technology



Rapportkommentar Q1'26

2026-04-23

Upsales redovisade ökad nettoomsättning och justerad EBITDAC i det första kvartalet. Totala intäkter uppgick till 44,5 MSEK (38,5), varav nettoomsättningen uppgick till 40,8 MSEK (36,1), aktiverat arbete till 3,7 MSEK (2,4) och övriga rörelseintäkter till 0,0 MSEK (0,0). Lönsamheten, mätt som EBITDAC, uppgick till 3,5 MSEK (3,9). De årligt återkommande intäkterna (ARR) uppgick till 152,9 MSEK (144,7), motsvarande en ökning om 5,6 % y/y och en minskning om -0,1 MSEK från Q4.

En stark start på året med betydande lönsamhetsförbättringar i sikte

Upsales inledde 2026 med ett rekordkvartal avseende nettoomsättning. Nettoomsättningen ökade med 13,0 % till 40,8 MSEK och det framåtblickande intäktsmålet ARR, växte 5,6 % till 152,9 MSEK. Den oförändrade sekventiella utvecklingen i ARR drevs primärt av att Q1 är ett kvartal med en stor andel årliga förnyelser, vilket innebär att kvartalet i absoluta tal har en högre churn än övriga kvartal. Bolaget betonar att de inte ser några förändringar i kundbeteende eller konkurrenssituation, vilket stöds av den finansiella guidance bolaget lämnade i samband med den föreslagna utdelningen av Aira. Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmålet EBITDAC minskade med -11,0 % till 3,5 MSEK (3,9), vilket motsvarar en EBITDAC-marginal om 8,5 % (10,8). Lönsamheten påverkades bland annat av marknadsföringskostnader kopplade till kommersialiseringen av Aira. Justerat för Aira-relaterade kostnader uppgick EBITDAC till 9,8 MSEK.

Vi väntar oss värderaliseringar under 2026

Den 14 april meddelade Upsales att styrelsen föreslår att dela ut och särnotera det egenutvecklade AI-bolaget Aira. Aira, som tidigare beskrivits som ett innovationsprojekt, är en AI-driven säljagent för B2B utvecklad för att förenkla och effektivisera säljarens vardag. Avknopningen väntas flytta kostnader från Upsales till Aira, och således synliggöra den höga lönsamhet som bolaget i grunden har. I kvartalsrapporten valde bolaget att redovisa en proforma justerad resultaträkning, som tydligt visar på de lönsamhetsförbättringar som väntas realiseras under 2026. Parallellt med detta förväntar sig bolaget en intäktsstillväxt om 10-15 % för den egna verksamheten samt en EBITDA-marginal överstigande 35 % på helårsbasis från Q2'26 och framåt. Detta kan jämföras med en nuvarande EBITDA-marginal om 25,2 % R12 samt 29,4 % under 2023, då lönsamheten var som starkast.

Outlook

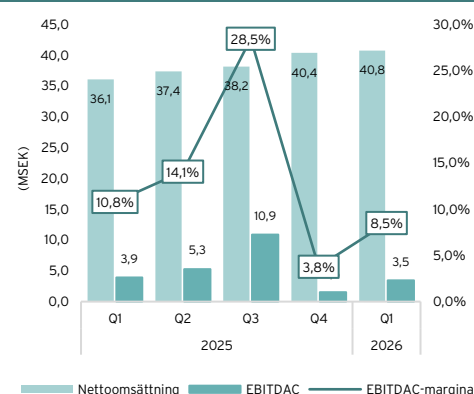
Vi ser goda möjligheter till en accelererad tillväxt och lönsamhet under de kommande åren, vilket ligger i linje med bolagets finansiella guidance. Våra estimat förutsätter att utdelningen av Aira godkänns av aktieägarna, något vi bedömer som mycket sannolikt. Vi förväntar oss att utdelningen av Aira sker under Q2'26 och att detta kommer synliggöra lönsamhetspotentialen i verksamheten. För att bättre spegla bolagets verkliga lönsamhet har vi valt att justera vårt primära lönsamhetsmätt från EBIT till det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDAC. På våra estimat för 2027E ser vi en uppsida om 151,3 %, baserat på en EBITDAC-multiplikation om 17x.

(MSEK)	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	145,2	144,8	152,0	167,9	186,9
Tillväxt y-o-y	12,1%	-0,3%	5,0%	10,4%	11,3%
Aktiverat arbete	6,9	7,1	17,1	9,7	7,2
Summa intäkter	152,7	152,1	169,4	177,8	194,2
EV/S	4,3	3,8	2,7	2,4	2,2
Rörelsekostnader	-110,0	-120,3	-130,8	-123,3	-128,2
EBITDAC	35,7	24,7	21,5	44,9	58,9
EBITDAC-marginal	24,6%	17,1%	14,2%	26,7%	31,5%
Tillväxt y-o-y	21,6%	-30,7%	-12,9%	108,2%	31,3%
EV/EBITDAC	17,4	22,4	18,8	9,0	6,9
EV/EBITDAC ink. cash build	17,4	22,4	18,8	8,3	5,5
EBIT	34,4	23,0	28,2	43,5	58,1
EBIT-marginal	23,7%	15,9%	18,6%	25,9%	31,1%
EV/EBIT	18,1	24,2	14,3	9,3	7,0

Fakta

VD	Daniel Wikberg
Lista	First North
Ticker	UPSALE
Aktiekurs (SEK)	26,4
Antal aktier (Miljoner)	16,8
Börsvärde (MSEK)	444,5
Nettokassa (MSEK)	40,2
EV (MSEK)	404,3
Insiderägande	44,5%
Nästa rapport	2026-07-22

Kvartalsutveckling

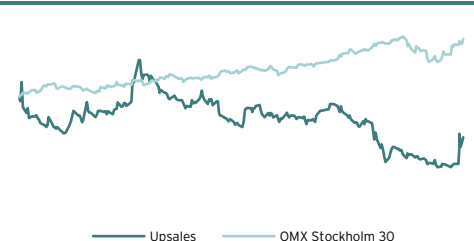


Analytiker

Albin Eriksson

albin@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Upsales	+26,9	-8,8	-22,7

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.

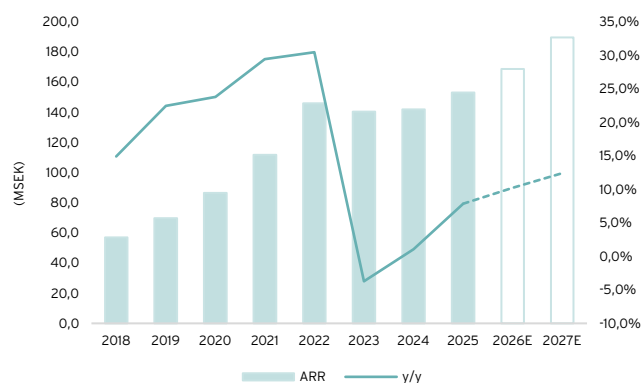
Hög kostnadsnivå i tillväxtfas

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

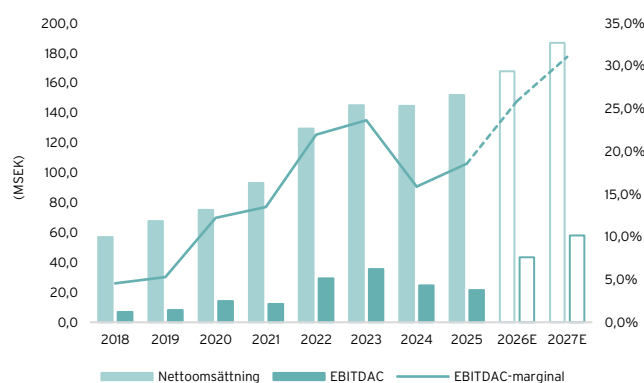
Beroende av nyckelpersoner

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 EBITDAC estimat, helår

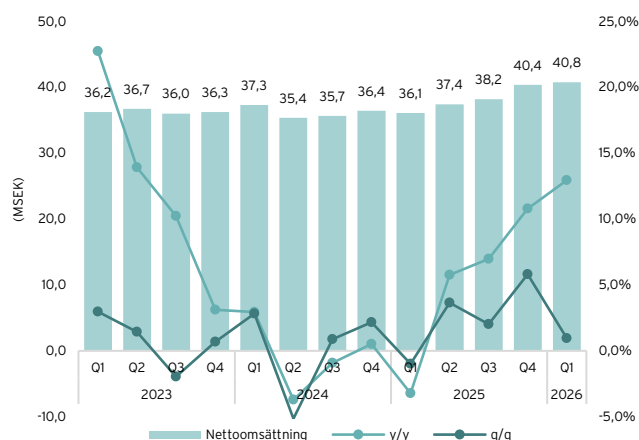


Inleder året med rekordomsättning

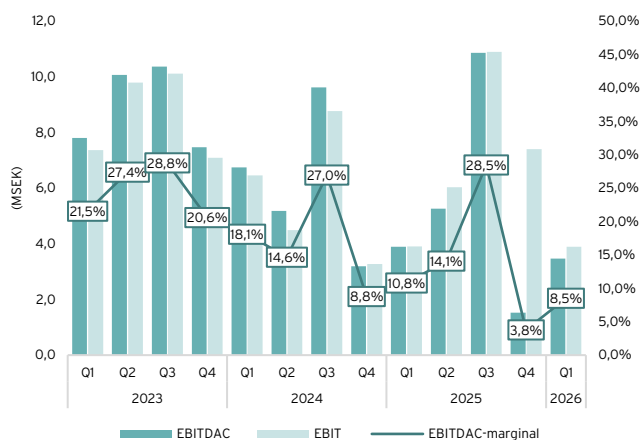
Totala intäkter uppgick till 44,5 MSEK (38,5) i kvartalet, vilket innebär en total ökning om 15,6 %. Nettoomsättningen uppgick 40,8 MSEK (36,1), medan aktiverat arbete och övriga intäkter uppgick till 3,7 MSEK (2,4) respektive 0,0 MSEK (0,0). Intäktsstillväxten under kvartalet var den högsta bolaget uppvisat på flera år. Den ökade nettoomsättningen stöds av ett starkt försäljningsmomentum under 2025, drivet av den återkommande intäktsmodellen. Nykundsförsäljningen beskrivs fortsatt som stark, med ett brett inflöde av nya kunder till plattformen.

Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDA - Capex (EBITDAC) uppgick under kvartalet till 3,5 MSEK (3,9), vilket påverkades av personal- och go-to-market-kostnader relaterade till Aira samt kostnader kopplade till omstruktureringen inom produktteamet. Dessa förväntas efter en utdelning av Aira inte längre påverka bolaget, vilket kommer att stärka lönsamheten avsevärt. Justerat för Aira-relaterade kostnader uppgick EBITDAC till hela 9,8 MSEK, en marginal om 24,1 %. EBIT uppgick under kvartalet till 3,9 MSEK (3,9), en marginal om 9,6 % (10,8).

Nettoomsättning, kvartal



EBITDAC och EBIT, kvartal



Utfall vs estimat

Rapporten inkom svagare än våra förväntningar avseende ARR, primärt drivet av en större påverkan av det första kvartalets säsongseffekter än vi förväntat oss. Vidare inkom nettoomsättningen högre än vi väntat oss, primärt drivet av högre konsultintäkter än vi estimerat. De ökade konsultintäkterna drivs delvis av ett högt nykundsinflöde, vilket i vissa fall kräver implementationsåtgärder. Lönsamheten, mätt som EBITDA och EBIT, inkom lägre än våra estimat drivet av lägre aktiveringar än vi estimerat. Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDAC, som vi numera använder som primärt lönsamhetsmått, inkom däremot över våra förväntningar. Detta möjliggjordes genom den högre nettoomsättningen.

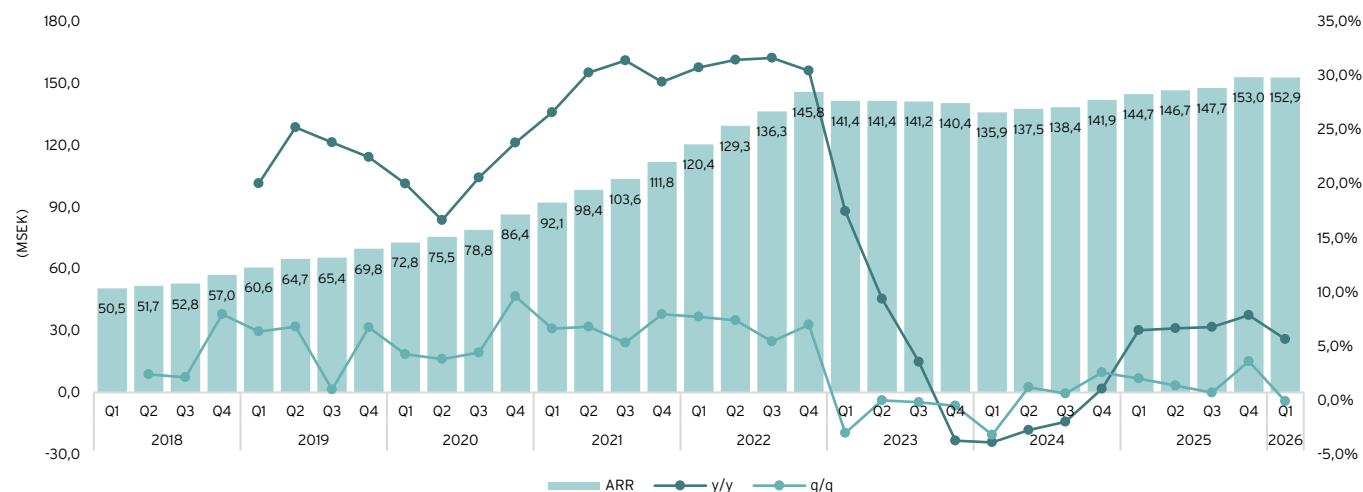
Utfall vs estimat Q1'26

(MSEK)	Q1'25A	Q2'25A	Q3'25A	Q4'25A	Q1'26A	Q1'26E	Diff.
Årligt återkommande intäkter (ARR)	144,7	146,7	147,7	153,0	152,9	158,2	-5,3
<i>Sekventiell addering</i>	<i>2,8</i>	<i>2,0</i>	<i>1,0</i>	<i>5,3</i>	<i>-0,1</i>	<i>5,2</i>	<i>-5,3</i>
Nettoomsättning	36,1	37,4	38,2	40,4	40,8	39,5	1,2
Aktiverat arbete för egen räkning	2,4	3,2	2,5	8,9	3,7	9,2	-5,4
Övriga intäkter	0,0	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Totala intäkter	38,5	40,9	40,8	49,2	44,5	48,7	-4,2
Övriga externa	-13,0	-14,5	-12,8	-20,4	-18,4	-22,3	3,9
Personalkostnader	-19,1	-17,9	-14,5	-18,4	-18,9	-15,0	-3,9
Övriga rörelsekostnader	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Totala kostnader	-32,2	-32,4	-27,4	-38,9	-37,3	-37,4	0,0
EBITDA	6,3	8,5	13,4	10,4	7,2	11,4	-4,2
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>17,5%</i>	<i>22,8%</i>	<i>35,1%</i>	<i>25,7%</i>	<i>17,6%</i>	<i>28,7%</i>	<i>-11,1pp</i>
Av- och nedskrivningar	-2,4	-2,5	-2,5	-3,0	-3,3	-2,6	-0,7
EBIT	3,9	6,0	10,9	7,4	3,9	8,7	-4,8
<i>EBIT-marginal</i>	<i>10,8%</i>	<i>16,1%</i>	<i>28,5%</i>	<i>18,3%</i>	<i>9,6%</i>	<i>22,1%</i>	<i>-12,6pp</i>
EBITDAC	3,9	5,3	10,9	1,5	3,5	2,2	1,3
<i>EBITDAC-marginal</i>	<i>10,8%</i>	<i>14,1%</i>	<i>28,5%</i>	<i>3,8%</i>	<i>8,5%</i>	<i>5,6%</i>	<i>3,0pp</i>

Säsongeffekter påverkade inflödet till ARR trots starkt momentum

Under Q1'26 uppgick Uppsals ARR till 152,9 MSEK (144,7), motsvarande en ökning med 5,6 % (6,5) y/y. Sekventiellt minskade bolagets ARR marginellt med -0,1 MSEK (2,8), motsvarande en tillväxt om -0,1 % (2,0). Tillväxttakten avseende ARR dämpades därmed under kvartalet, vilket förklaras av att Q1 är ett kvartal med en stor del av kundbasen som förnyar sina kontrakt. Detta innebär att churnen i absoluta tal är högre under Q1. Nykundsanskaffningen utvecklades fortsatt starkt, en stark trend sedan lanseringen av prismodellen Accelerate. Detta stöds av en högre andel konsultintäkter under kvartalet, vilket tyder på ett mycket starkt underliggande försäljningsmomentum. Försäljningen inom den befintliga kundbasen beskrevs under kvartalet vara en positiv bidragsfaktor, något som under 2025 utvecklades mer avvaktande. Vidare beskriver bolaget retentionen som fortsatt hälsosam och förbättrad, vilket indikerar en god underliggande utveckling. Bolaget framhäver att den största potentialen fortsatt finns inom den befintliga kundbasen, med en försäljningspotential på cirka 500 MSEK.

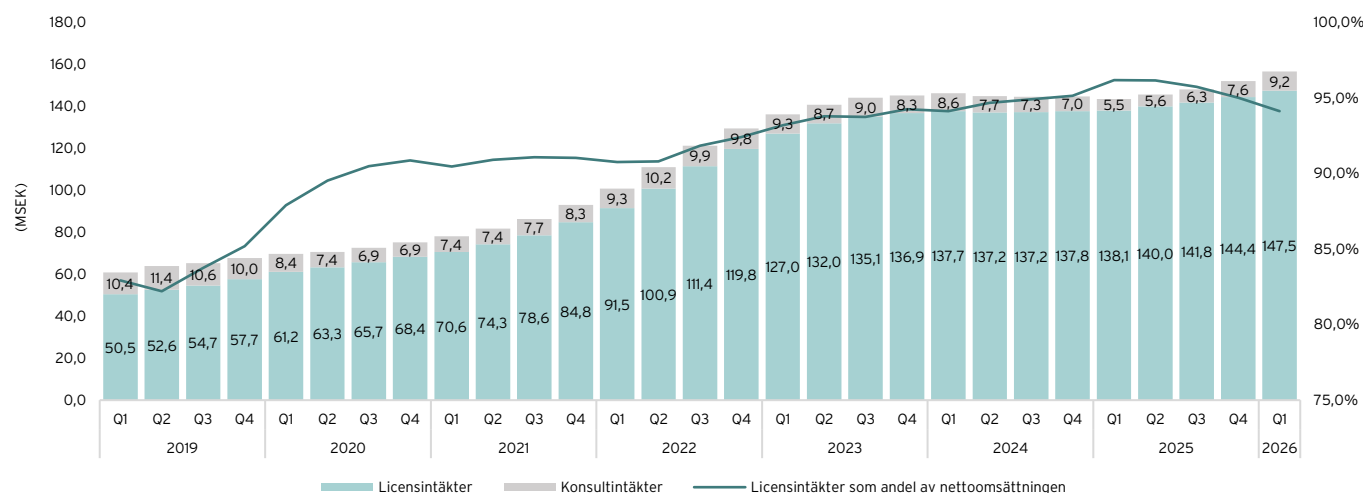
ARR, 2018-2025



Högsta nettoomsättningen någonsin

Uppsals redovisade en rekordomsättning i Q1'26 trots en marginell sekventiell minskning i ARR. Denna starka tillväxt möjliggörs bland annat av tillväxten i ARR under 2025, en effekt som i praktiken innebär att nettoomsättningen släpar efter. Intäktsökningen påverkades även av ökade konsultintäkter, delvis drivet av ett högt nykundsinflöde som kräver implementationskonsultering. Under Q1'26 uppgick konsultintäkterna till 3,2 MSEK, vilket indikerar ett fortsatt starkt inflöde av nya kunder. Detta är högre än föregående kvartal, då bolaget ökade ARR med 5,3 MSEK, vilket ytterligare stärker bilden av ett starkt försäljningsmomentum. Detta motverkades dock av det första kvartalets generellt högre churn, en effekt som inte förväntas vara lika påtaglig under årets resterande kvartal.

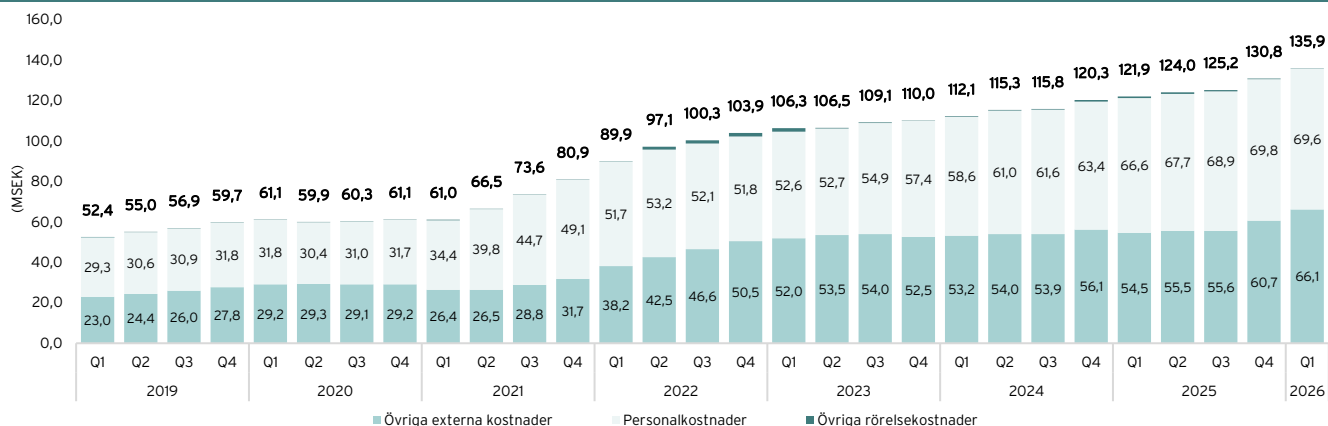
Fördelning nettoomsättning, R12



Kostnadsbasen har ökat tillfälligt till följd av Aira

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

Rörelsekostnader, R12

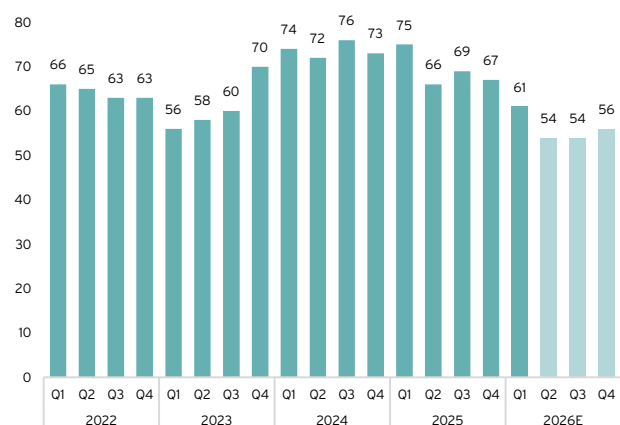


Effektiviseringar i organisationen väntas sänka kostnadsbasen framåt

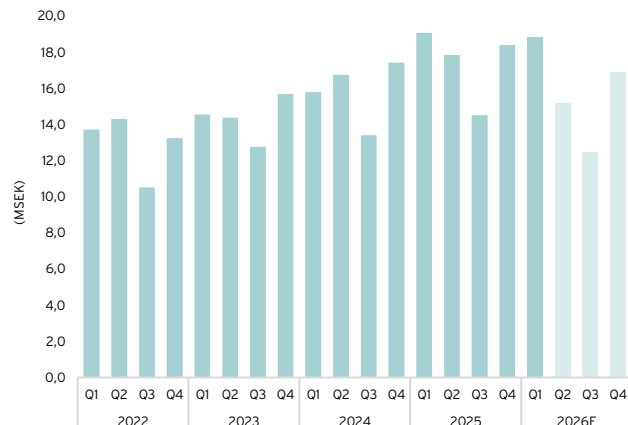
I december meddelade Upsales att bolaget, genom att nyttja AI i den interna organisationen, genomfört omfattande effektiviseringar som möjliggjort en minskning av personalstyrkan utan att sänka utvecklingstakt eller kundvärde. Enligt ledningen har AI-verktyg implementerats, primärt för produktutvecklingen, 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 specialroller. Vi väntar oss en full effekt från Q2'26, där personal kopplat till Aira belastar det nystartade utdelade bolaget.

Antal anställda, 2018-2026E



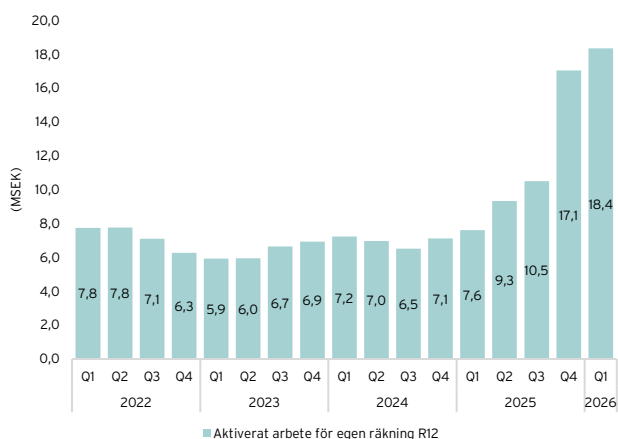
Personalkostnader, 2018-2026E



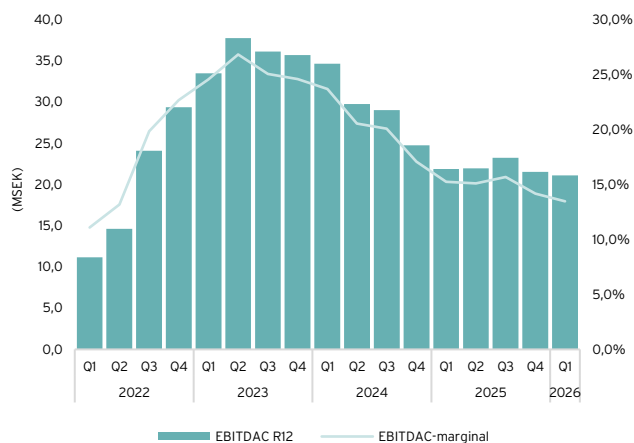
Lansering, utdelning och särnotering av Aira väntas realisera värde

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 sannolikt kan kopplas till utvecklingen av Aira. Det aktiveringsjusterade lönsamhetsmättet EBITDA-Capex (EBITDAC) har därmed minskat under 2025, sannolikt till följd av satsningen på Aira. I och med den föreslagna utdelningen och noteringen av Aira, parallellt med fortsatt intäktstillväxt 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 att stärkas framöver.

Aktiverat arbete för egen räkning, R12



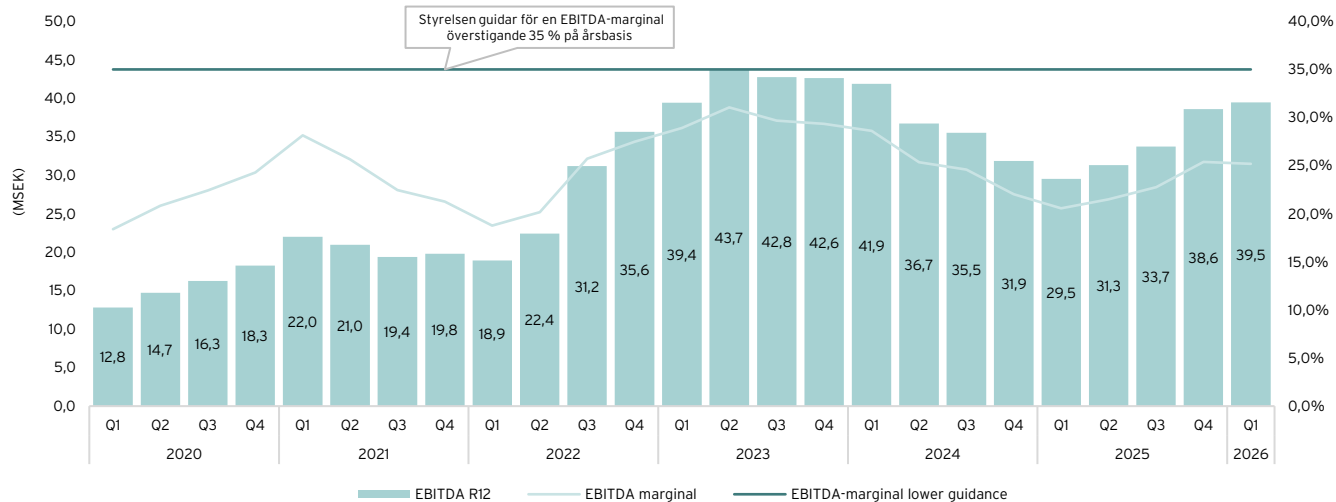
EBITDAC, R12



Förflyttning av kostnader väntas öka lönsamheten

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 att belasta Upsales från Q2'26. Vi väntar oss således en marginalexpansion under 2026 och därmed en tydlig värderealisering, till stor del drivet av utdelningen av Aira.

EBITDA mot guidance, R12



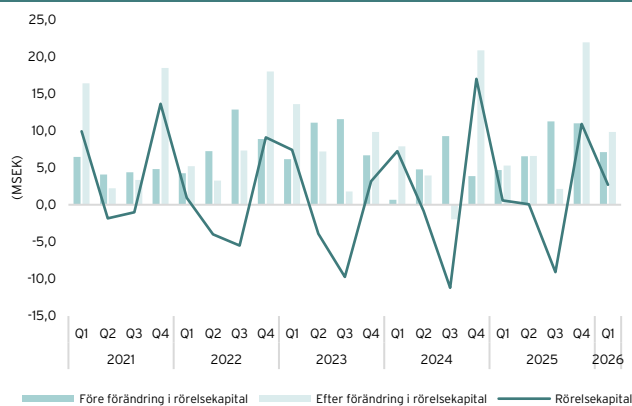
Stark balansräkning och stabil kassagenerering

Kassaflödet från den löpande verksamheten före förändring i rörelsekapital uppgick till 7,1 MSEK (4,7). Förändringar i rörelsekapital påverkade kassaflödet positivt och uppgick till 2,7 MSEK (0,6), vilket innebar att kassaflödet från den löpande verksamheten efter rörelsekapital uppgick till 9,8 MSEK (5,3).

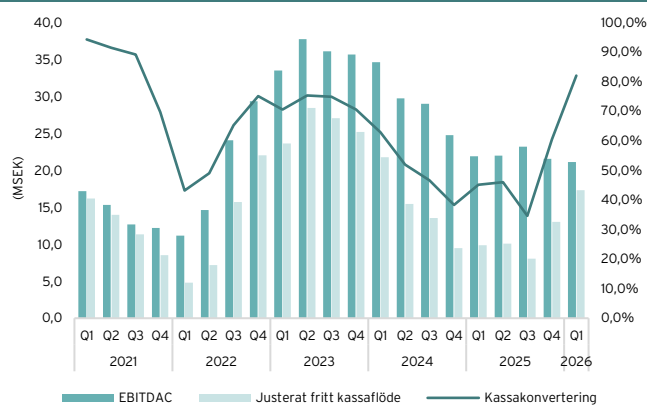
Kassaflödet från investeringsverksamheten uppgick till -3,8 MSEK (-5,6). Det fria kassaflödet uppgick därmed till 6,0 MSEK (-0,4). Justerat fritt kassaflöde (kassaflöde från den löpande verksamheten före förändring av rörelsekapital - CAPEX - amortering av leasingsskuld) uppgick till 3,3 MSEK (-1,0).

Kassaflödet från finansieringsverksamheten uppgick till -0,2 MSEK (-0,1), drivet av amorteringar på en leasingsskuld som uppkom under Q4'25. Periodens totala kassaflöde uppgick därmed till 5,8 MSEK (-0,5), vilket resulterade i en kassa om 42,8 MSEK (47,0) vid kvartalets slut.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde och kassakonvertering, R12



Vid utgången av Q1'26 uppgick Upsales totala tillgångar till 110,5 MSEK, varav 33,5 MSEK utgjordes av aktiverade utvecklingsutgifter, 17,6 MSEK av kortfristiga fordringar och 42,8 MSEK av kassa och likvida medel. Bolaget har inga räntebärande skulder, vilket innebär en nettokassa på 42,8 MSEK och en stark finansiell flexibilitet. På skuldsidan återfinns långfristiga leasingsskulder om 2,6 MSEK, kortfristiga skulder om 86,6 MSEK, där majoriteten (77,8 MSEK) utgörs av förutbetalda intäkter från abonnemangsbaserade kunder eftersom Upsales till stor del fakturerar årsvis i förskott.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
30,3 % (33,5 MSEK)	7,5 % (8,3 MSEK)	19,3 %
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
38,8 % (42,8 MSEK)	0,0 MSEK	42,8 MSEK

Värdering

Key stats

Antal aktier	16 838 375	Börsvärde (MSEK)	444,5
Aktiekurs (SEK)	26,4	Nettokassa (MSEK)	42,8
		Enterprise value (MSEK)	404,3

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	156,7	EV/S	2,6
EBIT	28,2	EV/EBIT	14,3
Vinst	22,3	P/E	19,9
FCF	22,3	EV/FCF	18,2

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	3,8	19,5	26,3	29,9
Snitt 5 år	6,6	40,3	54,9	38,5

Källa: Börsdata

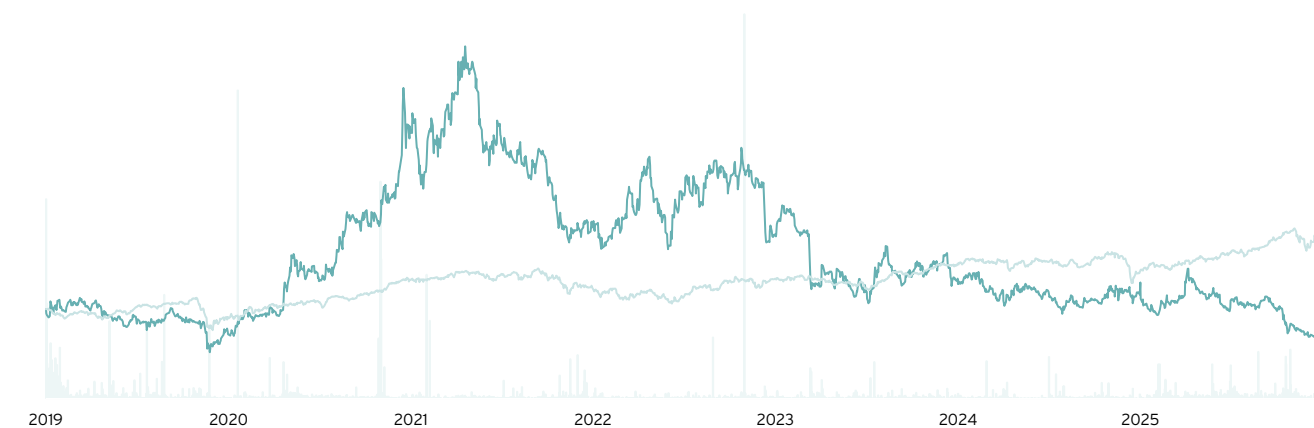
Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
n/a	25,2 %	18,0 %	14,2 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
25,8 %	14,2 %	105,0 %	-118,0 %

Källa: Börsdata

Aktiekursutveckling

Upsales jämfört med OMXS30, 2019-idag (indexerat)



Peers

Internationella CRM-bolag har under det senaste året 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. De bakåtblickande medianmultiplarna i sektorn uppgår till EV/S 4,2x (3,8x, under vår senaste uppdatering), EV/EBITDA 17,4x (15,7x) samt EV/EBIT 21,9x (20,8x). Värderingsmultiplarna har tydligt pressats det senaste året, men reverserats en aning sedan vår senaste uppdatering i samband med Q4'25 rapporten.

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	2 570,2	1 831,4	838,8	2,2x	39,5	46,4x	13,6	134,6x	4,7%	1,6%	53,5%
HubSpot Inc	NYSE	12 088,8	10 647,3	3 131,3	3,4x	147,7	72,1x	11,4	932,7x	4,7%	0,4%	15,4%
Lime Technologies	Mid Cap	3 058,1	3 170,4	751,4	4,2x	232,9	13,6x	150,5	21,1x	31,0%	20,0%	16,9%
Microsoft Corp	Nasdaq	3 152 357,0	3 120 508,0	305 453,0	10,2x	179 847,0	17,4x	142 559,0	21,9x	58,9%	46,7%	26,8%
Salesforce Inc	NYSE	177 754,5	185 365,5	41 525,0	4,5x	12 548,0	14,8x	8 917,0	20,8x	30,2%	21,5%	36,6%
Snitt		669 565,7	664 304,5	70 339,9	4,9x	38 563,0	32,8x	30 330,3	226,2x	0,26	0,18	0,30
Median		12 088,8	10 647,3	3 131,3	4,2x	232,9	17,4x	150,5	21,9x	0,30	0,20	0,27
Upsales	First North	444,5	404,3	156,7	2,6x	39,5	10,2x	28,2	14,3x	25,2%	18,0%	14,2%

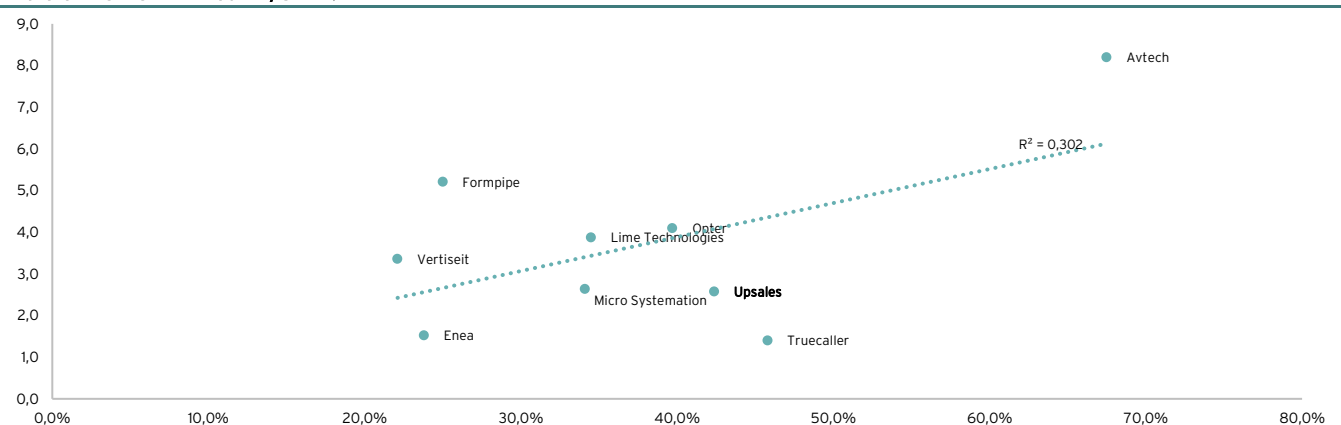
Även den svenska mjukvarusektorn har värderats ned kraftigt under det senaste året. Flera svenska aktörer med stabil ARR-tillväxt och god kassagenerering handlas därmed till nivåer under sina historiska snittmultiplar. Vi tror att värderingsmultiplarna kan komma att reversera i takt med att sektorbolagen 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	444,5	404,3	2,6x	2,4x	2,2x	14,3x	9,3x	7,0x	156,7	11,0%	25,2%	14,8%	18,0%	17,5%

Källa: Factset, Kalqyl Research

Rule of 40 2027E mot EV/S LTM



Källa: Factset, Kalqyl Research

Estimat för 2026E

Året inleddes i stora drag enligt vår förväntan, trots att en del återkommande intäkter sannolikt förskjutits längre in på året än vi väntat oss. Trots det oförändrade ARR-nettoinflödet under det första kvartalet, guidar bolaget efter kvartalets slut om att växa nettoomsättningen mellan 10-15 % för helåret 2026. Vi tolkar detta som att bolaget sannolikt har ett antal affärer i pipeline som sannolikt kan konverteras i närtid. Ledningen betonar att affärer tenderar att fördelas ojämnt över kvartalen, vilket kan ge kortsiktiga variationer i ARR-utvecklingen. Vidare nämner ledningen även att den implementerade AI-funktionaliteten innebär att bolaget förväntas växa sina konsultintäkter mer än tidigare år, dock sannolikt inte överstigande 10% av de totala intäkterna på helårsbasis.

Bolaget guidar även för en EBITDA-marginal överstigande 35 % på helårsbasis efter en potentiell avknoppning av Aira. Vi ser denna guidning som fullt realistisk, vilket bland annat stöds av den proforma-justerade lönsamheten som bolaget upprätthöll under Q1'26. I takt med att Aira-relaterade kostnader fasas ut från Upsales, förväntar vi oss en betydande lönsamhetsökning. Vi räknar med att denna effekt ger fullt utslag från Q2'26.

Sammantaget förväntar vi oss ett fortsatt starkt momentum för helåret 2026, till stor del drivet av det starka underliggande kundinflödet, nya efterlängtade produktansökningar och interna effektiviseringsåtgärder som ökar lönsamheten.

Estimat för 2026

(MSEK)	Q1A	Q1A proforma exkluderat Aira	Q2E	Q3E	Q4E	2026E*
Nettoomsättning	40,8	40,8	40,9	42,9	43,4	167,9
% y-o-y	13,0%	13,0%	9,4%	12,3%	7,5%	10,4%
Aktiverat arbete	3,7	1,6	2,0	1,8	2,2	9,7
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0	0,3
Summa intäkter	44,5	42,3	42,9	44,8	45,6	177,8
Rörelsekostnader	-37,3	-31,0	-29,7	-24,4	-31,9	-123,3
% y-o-y	15,9%	-3,8%	-8,4%	-10,8%	-17,9%	-5,7%
EBITDA	7,2	11,4	13,3	20,4	13,7	54,5
EBITDA-marginal	17,6%	27,9%	32,4%	47,6%	31,5%	32,5%
% y-o-y	13,9%	80,3%	56,0%	52,3%	31,6%	41,3%
Av- och nedskrivningar	-3,3	-3,0	-2,7	-2,6	-2,5	-11,1
EBIT	3,9	8,3	10,6	17,9	11,1	43,5
EBIT-marginal	9,6%	20,5%	25,8%	41,7%	25,7%	25,9%
% y-o-y	-0,2%	113,6%	75,4%	64,0%	50,7%	54,0%
EBITDAC	3,5	9,8	11,3	18,6	11,5	44,9
EBITDAC-marginal	8,5%	24,1%	27,6%	43,4%	26,5%	26,7%
% y-o-y	-11,0%	152,0%	114,6%	71,3%	654,3%	108,2%

*ej inkluderat Q1 proforma exkluderat Aira

(MSEK)	Q1A	Q2E	Q3E	Q4E	2026E
ARR	152,9	158,6	162,2	168,6	168,6
% y-o-y	5,6%	8,1%	9,8%	10,2%	10,2%
% q-o-q	-0,1%	3,7%	2,3%	4,0%	
Prenumerationsintäkter	37,5	37,9	39,7	40,4	155,6
% y-o-y	8,8%	5,9%	8,6%	7,6%	7,7%
Konsultintäkter	3,2	3,0	3,1	3,0	12,3
% y-o-y	101,8%	87,4%	99,7%	4,9%	7,3%

Estimat fram till 2027E

(MSEK)	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E
Nettoomsättning	129,6	145,2	144,8	152,0	167,9	186,9
% y-o-y	39,1%	12,1%	-0,3%	5,0%	10,4%	11,3%
Aktiverat arbete för egen räkning	6,3	6,9	7,1	17,1	9,7	7,2
Övriga intäkter	3,7	0,5	0,2	0,3	0,3	0,2
Totala intäkter	139,5	152,7	152,1	169,4	177,8	194,2
EV/S	10,2	4,3	3,8	2,7	2,4	2,2
Rörelsekostnader	-103,9	-110,0	-120,3	-130,8	-123,3	-128,2
% y-o-y	28,4%	5,9%	9,3%	8,8%	-5,7%	4,0%
EBITDA	35,6	42,6	31,9	38,6	54,5	66,1
EBITDA-marginal	27,5%	29,4%	22,0%	25,4%	32,5%	35,4%
% y-o-y	80,0%	19,6%	-25,2%	21,1%	41,3%	21,2%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-8,3	-8,9	-10,4	-11,1	-8,0
EBIT	28,5	34,4	23,0	28,2	43,5	58,1
EBIT-marginal	22,0%	23,7%	15,9%	18,6%	25,9%	31,1%
% y-o-y	126,5%	20,7%	-33,1%	22,8%	54,0%	33,6%
EV/EBIT	46,2	18,1	24,2	14,3	9,3	7,0
EBITDAC	29,4	35,7	24,7	21,5	44,9	58,9
EBITDAC-marginal	22,7%	24,6%	17,1%	14,2%	26,7%	31,5%
% y-o-y	140,1%	21,6%	-30,7%	-12,9%	108,2%	31,3%
EV/EBITDAC	44,8	17,4	22,4	18,8	9,0	6,9
EV/EBITDAC ink. cash build	44,8	17,4	22,4	18,8	8,3	5,5

Nedan redovisar vi våra estimat för Uppsales 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	168,6	189,5
% y-o-y	30,4%	-3,7%	1,0%	7,8%	10,2%	12,4%
Prenumerationsintäkter	119,8	136,9	137,8	144,4	155,6	173,8
% y-o-y	41,2%	14,3%	0,6%	4,9%	7,7%	11,7%
Konsultintäkter	9,8	8,3	7,0	7,6	12,3	13,0
% y-o-y	17,6%	-15,2%	-15,8%	8,1%	62,2%	6,1%

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 18,9x för innevarande räkenskapsår.

Upsales har flera strukturella styrkor som vi anser bör premieras av marknaden framöver. Bolaget har framför allt en högre andel återkommande licensintäkter och låg churn, vilket genererar en stabil intäktbas 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 EBITDAC-multipel om 17x för helåret 2027E. Multiplerna speglar värderingsnivån i peer-gruppen och Upsales historiska värderingsnivå (EV/EBITDAC 19,9x i snitt senaste två åren). Baserat på våra prognoser för kassaflödet, exklusive utdelningar och eventuella återköp, estimerar vi att nettokassan uppgår till 115,8 MSEK vid utgången av 2027E. Detta ligger till grund för vår beräkning av motiverat börsvärde och aktiekurs för 2027E.

Värdering

	Multipel	EBITDAC 2027E	Nettokassa 2027E	Börsvärde (MSEK)	Aktiekurs (kr)
2027E	17	58,9	115,8	1117,1	66,3
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	17	41,2	81,1	782,0	46,4

Börsvärdet om 1 117,1 MSEK för 2027E motsvarar en EV/ARR-multipel på 5,3x, i linje med många jämförbara SaaS-bolag. Nedan följer potentiell avkastning för 2027E om Upsales utvecklas likt våra estimat i huvudscenario.

Potentiell avkastning

	Huvudscenario			Säkerhetsmarginal (30%)		
	Faktor	Procent	CAGR	Faktor	Procent	CAGR
2027E	2,51	151,3%	44,6%	1,76	75,9%	25,3%

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	704,8	41,9	58,5%	493,4	29,3	11,0%
11	763,7	45,4	71,8%	534,6	31,7	20,3%
12	822,6	48,9	85,0%	575,8	34,2	29,5%
13	881,5	52,4	98,3%	617,0	36,6	38,8%
14	940,4	55,8	111,5%	658,3	39,1	48,1%
15	999,3	59,3	124,8%	699,5	41,5	57,4%
16	1058,2	62,8	138,0%	740,7	44,0	66,6%
17	1117,1	66,3	151,3%	782,0	46,4	75,9%
18	1176,0	69,8	164,5%	823,2	48,9	85,2%
19	1234,9	73,3	177,8%	864,4	51,3	94,5%
20	1293,8	76,8	191,0%	905,6	53,8	103,7%
21	1352,7	80,3	204,3%	946,9	56,2	113,0%
22	1411,6	83,8	217,5%	988,1	58,7	122,3%
23	1470,5	87,3	230,8%	1029,3	61,1	131,6%
24	1529,4	90,8	244,0%	1070,6	63,6	140,8%
25	1588,3	94,3	257,3%	1111,8	66,0	150,1%

Källförteckning

1. <https://mf.n.se/a/upsales-technology/upsales-technology-ab-publ-interim-report-q1-2026>

Disclaimer

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

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

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

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

Intressekonflikt

Albin Eriksson äger aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys