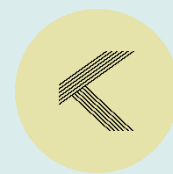


Upsales Technology



Strategiskt skifte med betydande tillväxtpotential

2025-10-27

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

Strategiskt skifte med fokus på Upsales AI

Upsales genomgår ett strategiskt skifte från en traditionell CRM- och marknadsföringsplattform till en AI-driven plattform. Under de senaste två åren har Upsales genomfört en omfattande satsning på att utveckla Upsales AI, en av de största produktinvesteringarna i bolagets historia. Lanseringen ökar kundvärdet i plattformen genom förbättrad effektivitet, automatisering och djupare datadrivna insikter. Bolaget har även implementerat den nya prismodellen Accelerate, som tydliggör värdet för kund, paketerar erbjudandet på ett mer skalbart sätt och förenklar försäljningsarbetet för säljorganisationen.

Betydande tillväxtpotential med befintliga och nya kunder

Upsales AI och prismodellen Accelerate skapar förutsättningar för ökad kundpenetration och tillväxt inom nya kundsegment. Upsales bedömer att försäljningspotentialen uppgår till cirka 500 MSEK i ARR, enbart inom den befintliga kundbasen. Vidare uppskattar bolaget att dess marknadsandel i Sverige endast är 3-5 %. Vi anser att detta belyser tillväxtpotentialen inom den befintliga kundbasen och genom nykundsförsäljning. Bolaget har dessutom genomfört förändringar i säljteamet och uppdaterat go-to-market-strategi med fokus på större kunder. De genomförda tillväxtinitiativen har redan börjat ge effekt och vi bedömer att tillväxttakten successivt kommer accelerera framöver.

Outlook

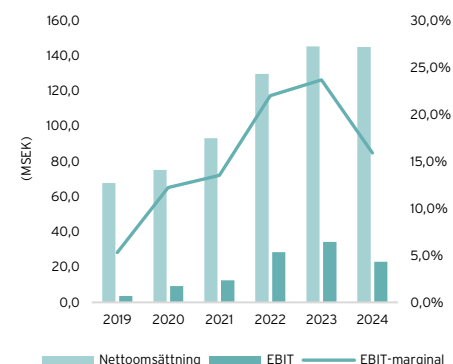
Vi bedömer att Upsales står väl positionerat för att öka tillväxttakten, drivet av lanseringen av Upsales AI, ökad efterfrågan på AI-baserade CRM-lösningar, den nya prismodellen Accelerate, ett stärkt säljteam samt en uppdaterad go-to-market-strategi. Vi anser att bolagets skalbara affärsmodell med hög andel återkommande intäkter och god kassagenerering utgör en stabil grund för uthållig expansion. De höga inkrementella marginalerna talar dessutom för successiv marginalexpansion framöver, trots investeringar i produktutveckling och organisation. Upsales värderas på historiskt låga nivåer och vi ser potential för uppvärdering i takt med att ARR-tillväxten tar fart. Vårt motiverade värde för 2027E uppgår till 73,7 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida om 126,1 %.

(MSEK)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	145,2	144,8	150,6	166,1	193,6
Tillväxt y-o-y	12,1%	-0,3%	4,0%	10,3%	16,6%
Aktiverat arbete	6,9	7,1	11,5	13,0	12,6
Övriga intäkter	0,5	0,2	0,4	0,2	0,2
Summa intäkter	152,7	152,1	162,5	179,4	206,4
EV/S	4,3	3,8	3,5	3,2	2,7
Rörelsekostnader	-110,0	-120,3	-125,3	-134,4	-151,6
Tillväxt y-o-y	5,9%	9,3%	4,2%	7,3%	12,8%
Av- och nedskrivningar	-8,3	-8,9	-10,1	-13,4	-13,2
EBIT	34,4	23,0	27,2	31,6	41,6
EBIT-marginal	23,7%	15,9%	18,0%	19,0%	21,5%
Tillväxt y-o-y	20,7%	-33,1%	18,1%	16,2%	31,8%
EV/EBIT	18,1	24,2	19,5	16,7	12,7

Fakta

VD	Daniel Wikberg
Lista	First North
Ticker	UPSALE
Aktiekurs (SEK)	32,6
Antal aktier (Miljoner)	16,8
Börsvärde (MSEK)	548,9
Nettokassa (MSEK)	20,5
EV (MSEK)	528,4
Insiderägande	45,4%
Nästa rapport	2026-02-18

Helårsutveckling

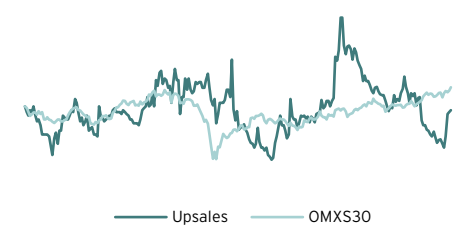


Analytiker

Albin Eriksson

albin@kalqyl.se

Kursutveckling 12 månader



Kursutveckling %	1 m	3 m	12m
Upsales	-5,2	-16,4	-3,0

Investeringscase

1. 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 säsongvariationer 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.

2. Upsales AI ökar kundvärdet och prismodellen Accelerate tydliggör detta

Upsales genomgår ett strategiskt skifte från en traditionell CRM- och marknadsföringsplattform till en AI-driven intäktsplattform. 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.

3. Betydande tillväxtpotential med befintliga och nya kunder

Upsales AI och prismodellen Accelerate skapar förutsättningar för ökad kundpenetration och skalbar tillväxt inom nya kundsegment. Upsales bedömer att bolaget har en försäljningspotential på cirka 500 MSEK i ARR, enbart inom den befintliga kundbasen. Vidare uppskattar bolaget att dess nuvarande marknadsandel i Sverige uppgår till endast 3-5 %. Detta indikerar en betydande långsiktig tillväxtpotential med stora möjligheter att expandera både inom befintliga kundrelationer och genom nykunds försäljning.

4. 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.

5. 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. Bolaget investerar löpande i produktutveckling och säljorganisation för att driva en accelererande tillväxt. De genomförda tillväxtinitiativen har redan börjat ge resultat under 2025, trots kort implementeringstid, och vi bedömer att tillväxttakten succesivt kommer accelerera framöver. Vi anser att marknaden underskattar Upsales tillväxtpotential och effekten av de nya tillväxtdrivarna.

Motargument

1. 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.

2. 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.

3. 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.

4. 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.

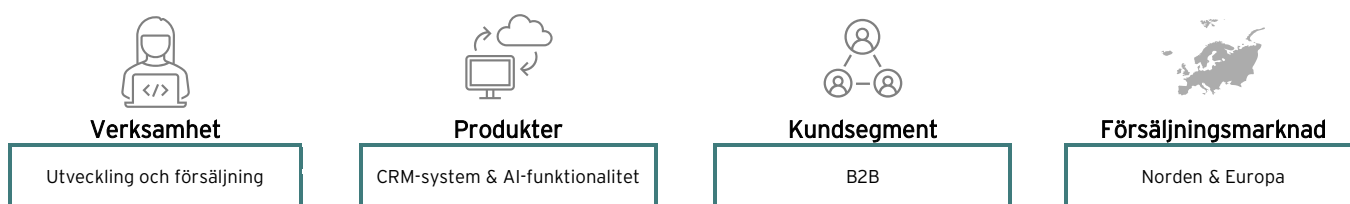
5. Beroende av nyckelpersoner

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

Upsales - från manuella Excel-ark till internationell mjukvara

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.

Upsales är verksamt i omkring tio länder, främst inom Norden och Europa, med Sverige som den största och mest etablerade marknaden. Kundbasen omfattar över 2 000 företag och kännetecknas av långvariga relationer, hög lojalitet och låg churn, vilket präglar plattformens affärskritiska roll och höga utbytesbarriärer. Affärsmodellen bygger på återkommande licensintäkter, där majoriteten av kunderna tecknar årsavtal. Upsales har en hög andel återkommande intäkter (ARR) som betalas årsvis i förskott, vilket ger stabila kassaflöden och god intäktsvisibilitet. Bolaget växer organiskt genom stark kundretention, kontinuerlig produktutveckling och nykundsanskaffning med fokus på skalbarhet och lönsam tillväxt.

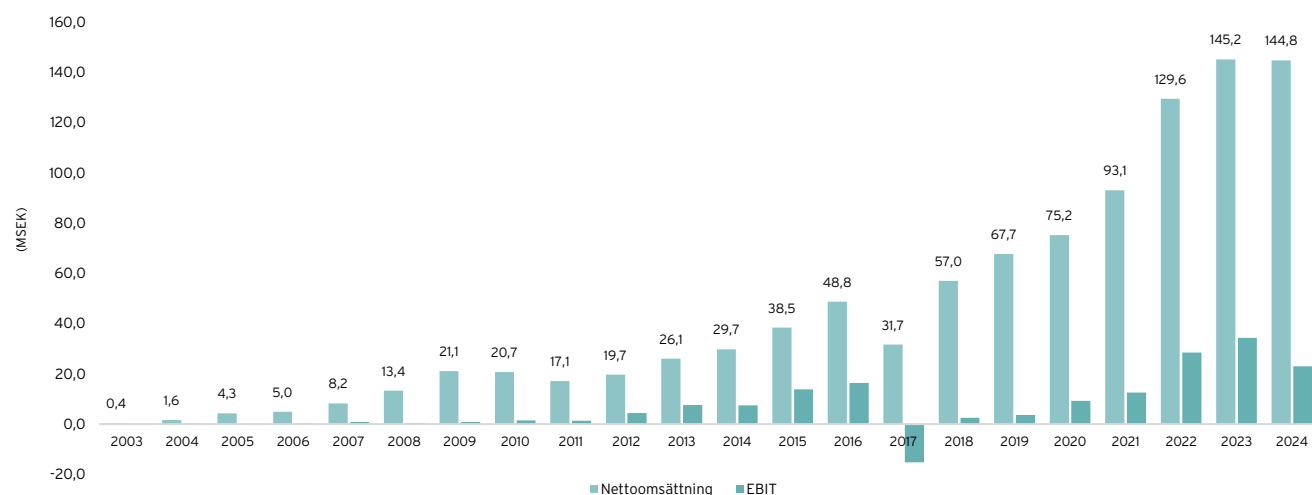


Lång historik av lönsam tillväxt

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 säsongvariationer 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. Vi bedömer att Upsales har betydande tillväxtpotentialer, både från befintliga och nya kunder.

Nettoomsättning och EBIT, 2003-2024

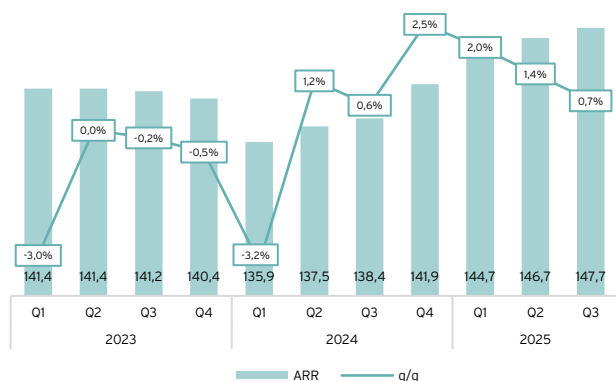


Strategiskt skifte med betydande tillväxtpotential

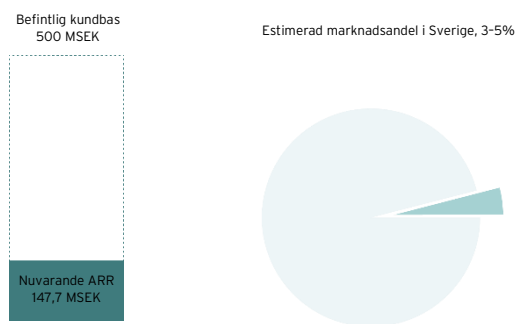
Upsales genomgår ett strategiskt skifte från en traditionell CRM- och marknadsföringsplattform till en AI-driven plattform. Lanseringen av Upsales AI är en av de största produktinvesteringarna i bolagets historia och ökar kundvärdet genom förbättrad effektivitet, automatisering och djupare datadrivna insikter. Den nya prismodellen Accelerate tydliggör värdet för kund, paketerar erbjudandet på ett mer skalbart sätt och förenklar försäljningsarbetet för säljorganisationen. Säljorganisationen har nyligen stärkts och Upsales har även uppdaterat go-to-market-strategi med fokus på större kunder.

Upsales bedömer att bolaget har en försäljningspotential på cirka 500 MSEK i ARR, enbart inom den befintliga kundbasen. Vidare uppskattar bolaget att dess nuvarande marknadsandel i Sverige uppgår till endast 3-5 %, baserat på en analys av den totala marknaden och den typiska Upsales-kunden. Detta indikerar en betydande långsiktig tillväxtpotential med stora möjligheter att expandera både inom befintliga kundrelationer och genom nykundsförsäljning. Förändringarna stärker Upsales marknadsposition och tydliggör bolagets strukturella tillväxtmöjligheter. De genomförda tillväxtinitiativen har redan börjat ge resultat, trots att de nyligen lanserades, och vi bedömer att tillväxttakten succesivt kommer accelerera framöver.

ARR, kvartal



Betydande försäljningspotential



Attraktivt ingångsläge vid historisk låg värdering

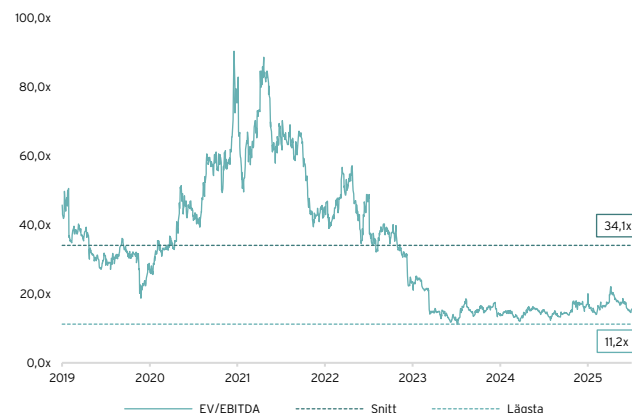
Upsales värdering är på historiskt låga nivåer, trots goda förutsättningar att återgå till tidigare tillväxttakt. Historiskt har Upsales adderat cirka 8-9 MSEK i ARR per kvartal, och bolaget bedömer att denna nivå fortsatt är möjlig, med potential att på sikt överträffas. Bolaget investerar löpande i produktutveckling och säljorganisation för att driva en accelererande tillväxt. Fokus är på vidareutveckling av Upsales AI, men även på andra funktioner som skapar värde och effektivitet för kunder.

Vi bedömer att kombinationen av Upsales nuvarande värdering och den tydliga tillväxtpotentialen utgör ett attraktivt ingångsläge i aktien. Tillväxtutsikterna och den skalbara affärsmodellen skapar förutsättningar för en successiv återgång till högre tillväxttakt och gradvis förbättrad lönsamhet. Sammantaget bedömer vi att den nuvarande risk-avkastningsprofilen är attraktiv, där nedsidan framstår som begränsad och uppsidan betydande vid leverans på bolagets tillväxtambitioner.

Historisk EV/S



Historisk EV/EBITDA



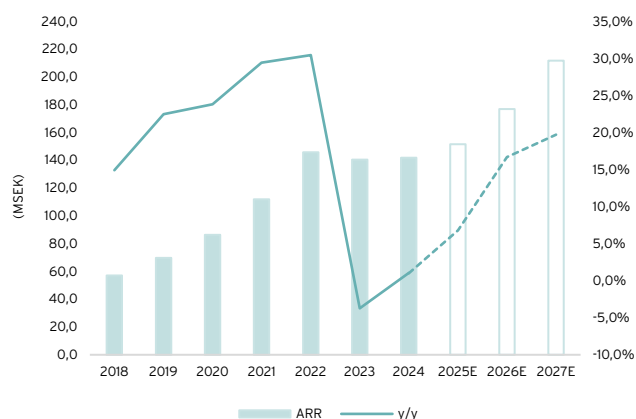
Marknaden prisar inte in tillväxtpotentialen

Vi bedömer att tillväxttakten kan accelerera bortom 2025, drivet av en succesiv utrullning av Upsales AI och den nya prispaketeringen Accelerate. AI-funktionaliteten har stegvis integrerats under 2025 och ingår numera i Accelerate-licensen, vilket ökar kundvärdet och förväntas driva både uppgraderingar bland befintliga kunder och nyförsäljning till nya kunder.

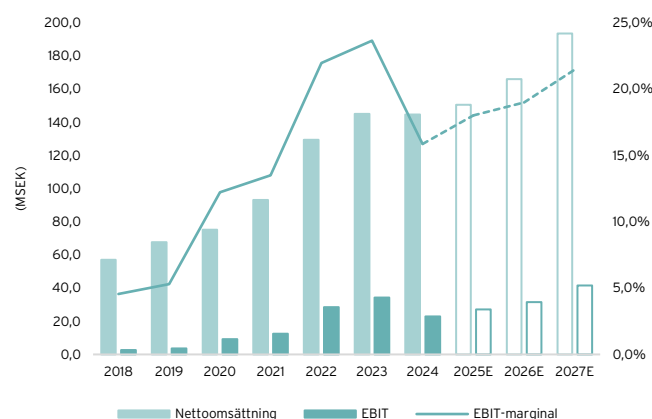
Vi ser ett tydligt skifte på marknaden där företag i allt högre grad söker lösningar som effektiviserar sälj- och marknadsprocesser med hjälp av AI. Vi bedömer att denna trend kommer gynna efterfrågan på Upsales plattform, särskilt då Upsales AI adresserar flera av de svagheter som uppmärksammats i konkurrenternas erbjudanden.

Givet den skalbara affärsmodellen och de höga inkrementella marginalerna bedömer vi att Upsales har förutsättningar för en gradvis marginalexpansion under kommande år. Detta trots fortsatta investeringar i produktutveckling och organisation, vilka vi ser som nödvändiga för att stödja bolagets långsiktiga tillväxtambitioner.

ARR estimat, helår



Nettoomsättning och EBIT estimat, helår

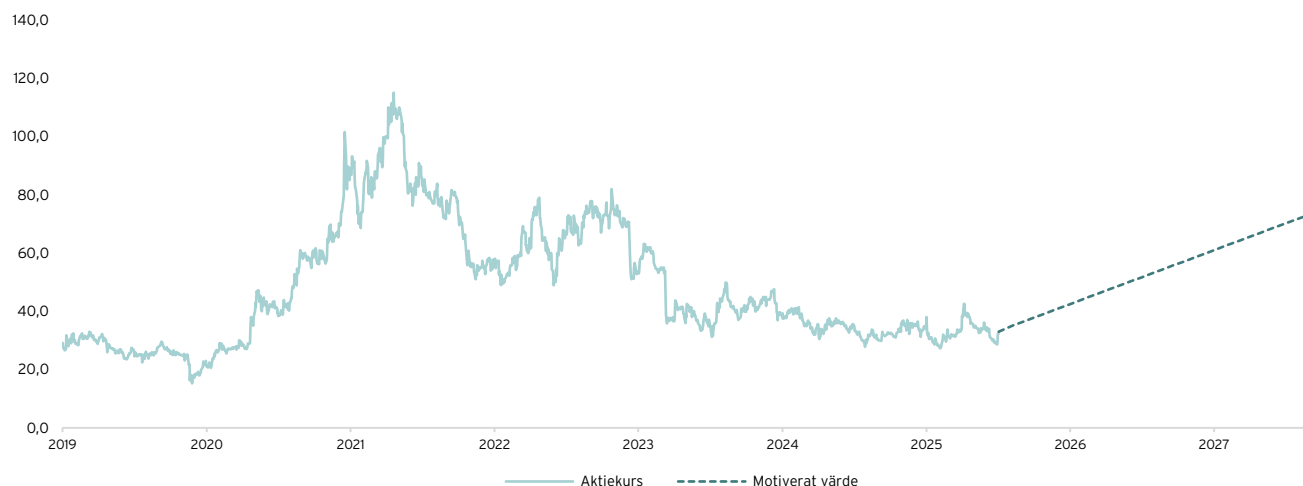


Motiverat värde på 73,7 SEK för 2027E

Vi anser att marknaden undervärderar Upsales tillväxtpotential och effekten av de nya tillväxtdrivarna, vilka enligt vår bedömning kommer att bidra till en gradvis förbättring av lönsamheten under de kommande åren. Vi har i vår värdering tillämpat en multipel om 27x EBIT för helåret 2027E, en nivå vi anser är motiverad utifrån jämförbara SaaS-bolag, Upsales skalbara affärsmodell och den långsiktiga potentialen för både tillväxt och marginalexpansion bortom vår prognosperiod.

Baserat på våra estimat och en värdering i linje med relevanta peers uppgår vårt motiverade värde för 2027E till 73,7 SEK per aktie, vilket motsvarar en uppsida på 126,1 % jämfört med den senaste betalkursen.

Motiverat värde i vårt huvudscenario



Innehållsförteckning

Investeringscase.....	2
Motargument.....	2
Upsales - från manuella Excel-ark till internationell mjukvara.....	3
Lång historik av lönsam tillväxt.....	3
Strategiskt skifte med betydande tillväxtpotential.....	4
Attraktivt ingångsläge vid historisk låg värdering.....	4
Marknaden prisar inte in tillväxtpotentialen.....	5
Motiverat värde på 73,7 SEK för 2027E.....	5
Innehållsförteckning.....	6
Upsales affärssystem hjälper kunder att växa.....	7
Innovativ produktutveckling med fokus på AI.....	7
Affärs- och intäktsmodell.....	8
Tydlig återhämtning i Annual Recurring Revenue (ARR).....	8
Intäktsmix och skalbarhet.....	8
Skalbar tillväxt och ökande lönsamhet över tid.....	9
Kundbas och marknadsposition.....	10
Tillväxtstrategi med AI i fokus.....	10
Upsales AI - från CRM till AI Revenue Platform.....	11
Upsales Accelerate - Ny prismodell för kommersialiseringen av Upsales AI.....	11
Kundinsikter om AI i försäljning.....	11
Ny säljorganisation för att exekverera på tillväxtstrategin.....	12
Fokus på mer senior personal.....	12
Fortsatt stark underliggande marknadstillväxt för CRM-system.....	13
Primära marknadsdrivare.....	13
AI som katalysator i branschen.....	13
Hög konkurrens inom CRM-marknaden.....	14
Konkurrensfördelar.....	15
Stark balansräkning och stabil kassagenerering.....	16
Ägarbild.....	17
Incitamentsprogram.....	17
Ledning & styrelse.....	18
Risker.....	19
Värdering.....	20
Aktiekursutveckling.....	20
Återhämtning för SaaS-bolagen.....	21
Större bolag premieras av marknaden.....	22
Peers.....	23
Värdering i relation till peers.....	24
Estimat för 2025E.....	25
Estimat fram till 2027E.....	26
Motiverat värde i vårt huvudscenario.....	27
Källförteckning.....	28
Disclaimer.....	28

Upsales affärssystem hjälper kunder att växa

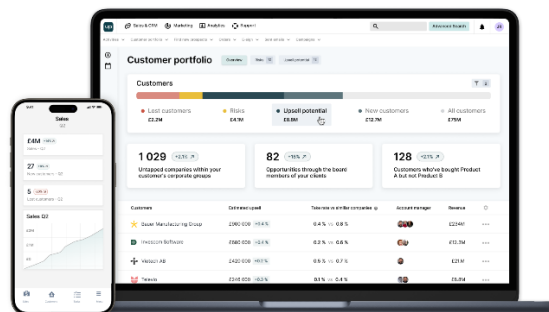
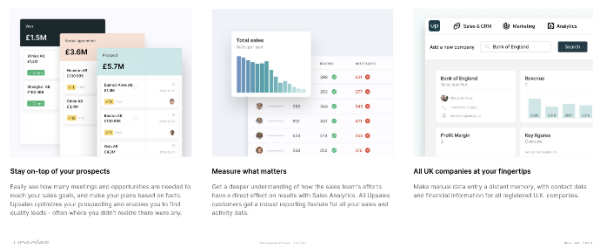
Upsales erbjuder en molnbaserad plattform, ofta benämnd som ett CRM-system (Customer Relationship Management), som är utformad för att effektivisera kundernas sälj- och marknadsprocesser samt stödja datadrivna beslut. Plattformen samlar försäljning, marknadsföring och kundanalys i ett integrerat system och syftar till att skapa snabbare och mer lönsam tillväxt hos kunderna genom förbättrad prioritering av leads och affärsmöjligheter.

Plattformens funktionalitet omfattar bland annat leadgenerering, kampanjhantering, pipeline-översikt och försäljningsanalys, vilket ger användarna en helhetsvy över hela säljprocessen. Bolagets kunddata visar att nya kunder i genomsnitt ökar sin försäljning med cirka 22 % efter implementering av plattformen, vilket tydligt indikerar en effektivisering av sälj- och marknadsarbetet.

Systemet kan integreras med externa datakällor och tredjepartssystem och stödjer automatisering av manuella moment. Realtidsdata möjliggör dessutom mer träffsäkra kundbearbetningar, effektivare prioriteringar och förbättrad beslutsfattning baserad på faktiska insikter.

Produkterbjödande

The intelligent CRM for fast-growing companies



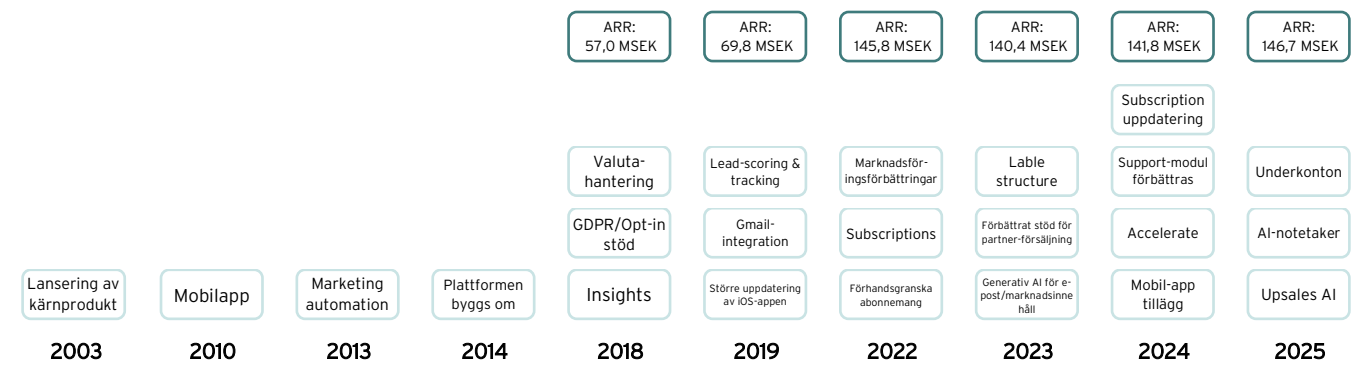
Innovativ produktutveckling med fokus på AI

Vid grundandet 2003 lanserades Upsales som ett enrodat CRM-system med fokus på försäljningsstöd. Erbjudandet har därefter breddats successivt genom tillägg av nya funktioner och moduler, både via egen utveckling och tilläggstjänster (add-ons). Den kontinuerliga produktutvecklingen har resulterat i en allt mer heltäckande plattform med högre kundvärde och tydligare differentiering på marknaden.

Under de senaste åren har fokus i produktstrategin förskjutits mot AI, där utvecklingen av Upsales AI utgör en central del av bolagets framtida tillväxtstrategi. Den nya prismodellen Accelerate innebär ett mer värdebaserat erbjudande där AI-funktionaliteten paketeras som en integrerad del av plattformen. Tidigare har prissättningen för tillägg varierat mellan fasta månadsavgifter per användare och modeller kopplade till användning eller prestation, men Accelerate skapar nu en mer skalbar och förutsägbar intäktsstruktur.

Historiskt har större produktlanseringar sammanfallit med perioder av stark tillväxt i ARR. Mönstret indikerar att Upsales innovationscykler har haft en direkt och positiv påverkan på tillväxttakten. Nedan presenteras de mest betydande lanseringarna och deras samband med ARR-utvecklingen över tid.

Översikt över produktutveckling²⁵



Affärs- och intäktsmodell

Upsales affärsmodell är baserad på en prenumerationsbaserad intäktsstruktur, där kunder betalar en återkommande licensavgift för tillgång till bolagets molnbaserade plattform. Detta ger en hög andel återkommande intäkter och god förutsägbarhet i kassaflödena. Majoriteten av kunderna tecknar 12-månadersavtal, och den historiskt låga churnen bidrar ytterligare till stabiliteten i intäkter och kassaflöden.

Prissättningsmodellen är användarbaserad och har historiskt kompletterats med tilläggsmoduler och integrationslösningar som fakturerats separat. Modellen skapar möjlighet till löpande intäktsökningar per kund (ARPC) genom uppgraderingar, fler användare och tilläggstjänster.

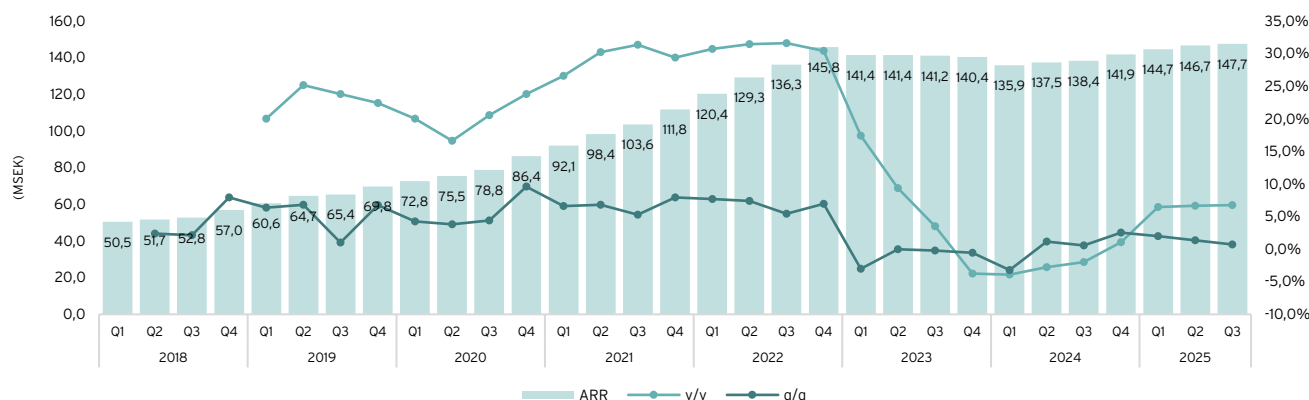
Upsales arbetar kontinuerligt med att optimera prissättning och produktpaketering för att öka kundvärdet och intäktpotentialen inom befintlig kundbas. Den nyligen lanserade prismodellen Accelerate är ett tydligt steg i denna riktning och syftar till att främja värdebaserad prissättning samt driva nykunds försäljning, där AI-funktionaliteten integreras som en naturlig del av erbjudandet.

Tydlig återhämtning i Annual Recurring Revenue (ARR)

Efter en period av svagare tillväxt under 2023, till följd av förändringar i säljteamet som tillfälligt påverkade merförsäljningen och medförde en något högre churn, har Upsales under 2024-2025 återgått till en stabil och positiv utveckling av ARR. Återhämtningen har drivits av ett starkt säljteam, lanseringen av Upsales AI och implementeringen av prismodellen Accelerate, vilka tillsammans har bidragit till ökad nykundsanskaffning och förbättrad intäktsgenerering inom befintlig kundbas.

Under Q3'25 ökade ARR med 1,0 MSEK till 147,7 MSEK, motsvarande en tillväxttakt på 6,8 % på årsbasis. Tillväxten drevs främst av nykunds försäljning och en stabil utveckling inom befintlig kundbas. Jämfört med utgången av 2024, då ARR uppgick till 141,9 MSEK, visar utvecklingen en tydlig återgång till hållbar tillväxt och ett starkt kommersiellt momentum. Vår bedömning är att Upsales nu har återetablerat en stabil tillväxttrend, framför allt genom Upsales AI, en mer värdebaserad och skalbar prismodell samt en förstärkt säljorganisation.

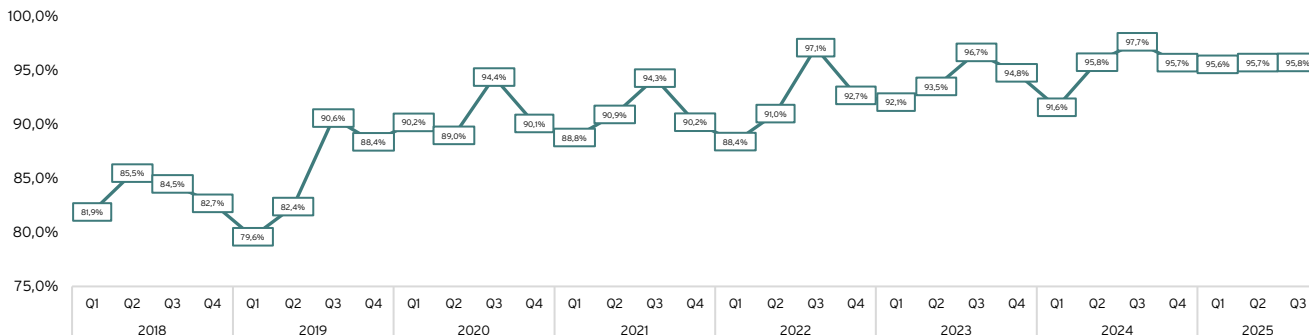
ARR, 2018-2025



Intäktsmix och skalbarhet

Den höga andelen licensintäkter utgör en av de främsta styrkorna i Upsales affärsmodell. Andelen licensintäkter har ökat successivt under de senaste åren och uppgått till över 95 % av nettoomsättningen under de senaste fem kvartalen. Utvecklingen visar på effektivitet och en skalbar leveransmodell. Plattformens molnbaserade struktur kräver begränsade konsultinsatser vid implementation, vilket sänker trösklarna för nya kunder och möjliggör snabbare skalning jämfört med traditionella CRM-leverantörer. Den höga andelen återkommande intäkter i kombination med låga marginalkostnader per kund bekräftar affärsmodellens attraktivitet och skalbarhet. Vi bedömer att detta är en tydlig konkurrensfördel för Upsales och en viktig faktor bakom bolagets uthålliga lönsamhet och kassagenerering.

Licensintäkter som andel av nettoomsättningen, 2018-2025



Skalbar tillväxt och ökande lönsamhet över tid

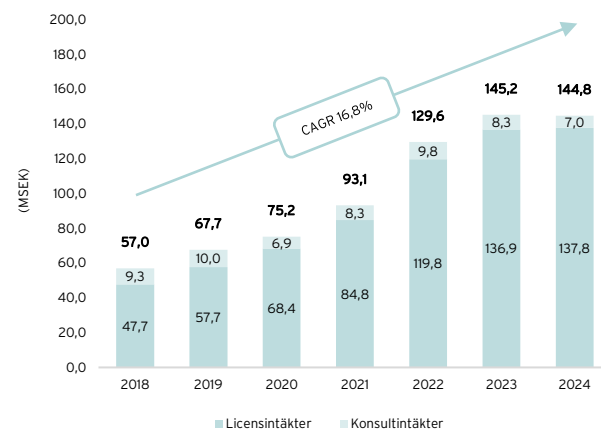
Upsales skalbara affärsmodell har över tid möjliggjort en stark och uthållig operativ utveckling. Under perioden 2018-2024 uppgick den genomsnittliga årliga tillväxttakten till 16,8 %, drivet av en effektiv säljorganisation, ökad internationell närvaro, en hög andel återkommande kunder och låg churn. Den starka historiska tillväxten bromsade tillfälligt in under 2023-2024 till följd av interna förändringar inom försäljningsorganisationen, vilket tillfälligt begränsade merförsäljningen.

Sedan dess har Upsales åter etablerat en stabil tillväxttrend och fortsatt god lönsamhet. Det tredje kvartalet är normalt ett svagare kvartal till följd av semesterperioden, men trots detta fortsatte bolaget att öka sin ARR-tillväxt under 2025. Detta visar på styrkan i den underliggande försäljningsutvecklingen och effekten av de genomförda tillväxtinitiativen. Vi bedömer att tillväxtinitiativen och den höga operativa hävstången skapar goda förutsättningar för fortsatt tillväxt och marginalexpansion över tid.

Nettoomsättning, kvartal



Nettoomsättning, 2018-2024

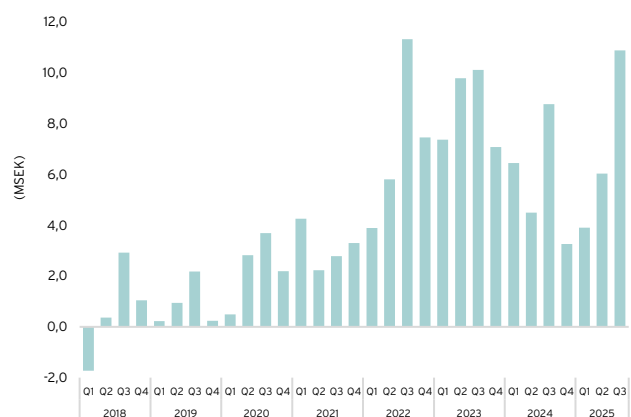


Affärsmodellen har historiskt visat tydlig skalbarhet, vilket avspeglas i den successiva förbättringen av EBIT-marginalen från 4,6 % år 2018 till 23,7 % år 2023. Utvecklingen illustrerar den operativa hävstång som är karakteristisk för mjukvarubolag med hög andel återkommande intäkter och låg marginalkostnad per kund.

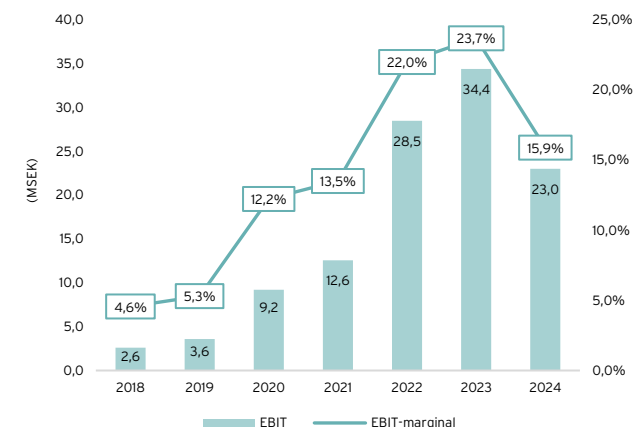
Under 2024 ökade kostnadsbasen till följd av strategiska satsningar på organisationen samt genomförandet av den hittills största produktlanseringen i bolagets historia, Upsales AI, vilket tillfälligt påverkade marginalnivåerna. Bolaget har kommunicerat att tillväxt och investeringar i produktutveckling fortsatt prioriteras framför kortsiktig lönsamhet. Resultatutvecklingen påverkas även av säsongsmässiga faktorer, där det tredje kvartalet normalt uppvisar något högre marginaler till följd av lägre personalkostnader under semesterperioden.

Vår bedömning är att Upsales har goda förutsättningar att kombinera stark tillväxt med stabila och successivt förbättrade marginaler, i takt med att de senaste årens investeringar ger effekt och den operativa hävstången i affärsmodellen blir tydligare.

EBIT, kvartal



EBIT, 2018-2024



Kundbas och marknadsposition

Upsales kundbas omfattar över 2 000 företag i ett tiotal länder, med huvudsaklig tyngdpunkt på medelstora bolag med 50-2 000 anställda. Plattformen används av både snabbväxande tillväxtbolag och större etablerade koncerner för att effektivisera försäljning, marknadsföring och kundhantering. Bland kunderna återfinns välkända svenska företag såsom Fortnox, Blocket och Bravura, vilket stärker Upsales varumärke och fungerar som viktiga referenser i nykundsbearbetning. Vi anser att den höga kundlojaliteten och låga churnen är ett bevis på plattformens användarvänlighet, affärskritiska funktionalitet och höga kundvärde.

Upsales verkar i ett marknadssegment mellan enklare CRM-lösningar för småföretag och de stora internationella plattformarna. Bolagets lösning är särskilt anpassad för företag med professionella säljorganisationer som efterfrågar avancerad funktionalitet, men till en generell lägre kostnad och med mindre komplexitet än hos globala aktörer. Positionen innebär begränsad direkt konkurrens och ger Upsales möjlighet att erbjuda ett helintegrerat system med kort implementeringstid och hög skalbarhet.

Urval av kunder²⁶



Tillväxtstrategi med AI i fokus

Upsales marknadsandel i Sverige uppskattas till cirka 3-5 %, vilket indikerar en betydande kvarvarande marknadspotential. Tillväxtstrategin är i första hand inriktad på att realisera potentialen i den befintliga kundbasen, kompletterat med ökad nykundsanskaffning inom prioriterade segment. Bolaget arbetar aktivt med omkring hälften av sina kunder, vilka står för cirka 95 % av de återkommande intäkterna, medan resterande del utgörs av en stabil grupp äldre kunder med lägre användningsnivåer och prispunkter.

Den centrala drivkraften i tillväxtstrategin är Upsales AI, en av de största produktinvesteringarna i bolagets historia. Satsningen syftar till att öka kundvärdet genom ökad automatisering, datadrivna insikter och förbättrad effektivitet i kundernas säljprocesser. AI-funktionaliteten väntas driva uppgraderingar och högre användningsgrad inom den befintliga kundbasen. I samband med lanseringen introducerades även prismodellen Accelerate, där den tidigare modulbaserade prissättningen med ett stort antal tillägg ersatts av ett mer heltäckande och värdebaserat erbjudande. Upsales AI och Accelerate skapar förutsättningar för högre intäkt per kund, lägre churn och ökad skalbarhet.

Parallellt har säljorganisationen genomgått en omställning efter personalförändringarna under 2023-2024, med en ny go-to-market-strategi inriktad på större kunder. Den nya inriktningen innebär längre säljcykler men högre genomsnittlig intäkt per kund och mer uthålliga kundrelationer. Enligt vd Daniel Wikberg är målsättningen att åter nå, och på sikt överträffa, den tidigare tillväxttakten om cirka 8-9 MSEK i nettoaddering av ARR per kvartal, vilket stöds av stark nykundsanskaffning och rekordnivåer i nyförsäljning under Q4'24.

Samtliga tillväxtinitiativ syftar till att öka kundvärdet och intäkten per kund samt förbättra affärens skalbarhet. Initiativen befinner sig i olika implementeringsfaser men utgör tillsammans kärnan i Upsales långsiktiga tillväxt- och marginalstrategi. Vår bedömning är att AI-satsningen utgör den tydligaste katalysatorn för att realisera bolagets marknadspotential, genom att öka kundvärdet och differentieringen gentemot konkurrenter. Upsales genomgår ett strategiskt skifte från en traditionell CRM- och marknadsföringsplattform till en AI-baserad intäktsplattform, en förändring som enligt vd Daniel Wikberg är avgörande för bolagets långsiktiga relevans, då SaaS-bolag som inte lyckas integrera AI riskerar att förlora sin konkurrenskraft inom tre till fem år.

Vidare bedömer vi potentialen hos den befintliga kundbasen som mer central än nykundsanskaffning²⁹. Enligt bolagets egna uppskattningar uppgår den potentiella försäljningsvolymen till omkring 500 MSEK i ARR enbart inom den befintliga kundstocken, vilket motsvarar en trefaldig ökning från dagens nivåer³⁰.



Upsales AI

En AI-baserad intäktsplattform där datalager, modellstyrning och agentfunktioner samverkar för att höja säljproduktiviteten. Plattformen ger prediktiva insikter, prioriterar rätt affärer, förbättrar datakvalitet och automatiserar centrala arbetsflöden.



Accelerate

Ny helhetspaketering där AI ingår och tidigare moduler ersätts, med prissättning som kombinerar fast avgift och användning. Gör erbjudandet lättare att köpa, höjer intäkten per användare och stödjer lägre churn.



Nytt säljteam

Säljorganisationen har ställts om och skiftat sälj- och go-to-market-strategi. Med Upsales AI och paketeringen Accelerate har säljorganisationen nu möjligheterna till att driva tillväxt framåt.

Upsales AI - från CRM till AI Revenue Platform

Som tidigare nämnt befinner sig Upsales i en strategisk omställning från ett traditionellt CRM-system till en AI-baserad intäktsplattform. Arbetet har pågått i nära två år och beskrivs som en av de mest omfattande produktinvesteringarna i bolagets historia. Strategin utgår från ett AI-first-angreppssätt, där plattformen byggts om från grunden med artificiell intelligens som central arkitektur. Kärnan utgörs av en agentplattform med dedikerade agenter för sälj, marknad, ekonomi och service, som automatiserar arbetsflöden, prioriterar leads, förbättrar datakvalitet och förkortar säljcykler. Agenterna är nu i drift hos kunder och kan ersätta manuellt arbete, vilket frigör resurser och skapar ett tydligt och mätbart kundvärde.

En viktig differentieringsfaktor för Upsales är tillgången till egen datainfrastruktur. Bolaget har byggt upp en omfattande B2B-databas och ett finansiellt datalager som kontinuerligt kvalitetssäkras och matchas mot kundernas egna data i realtid. Enligt bolaget analyserar Upsales AI över 80 miljoner europeiska företag och mer än en miljon nyhetsartiklar dagligen, i kombination med makroekonomiska indikatorer. Detta gör det möjligt att identifiera mönster och samband mellan företag samt lyfta fram relevanta affärsinsikter under säljprocessen.

Den proprietära databasen innebär en tydlig konkurrensfördel jämfört med lösningar som primärt baseras på externa språkmodeller eller öppna källor. Datagrunden medför att plattformen kan leverera prediktiva och intäktsdrivande insikter för strategiskt beslutsfattande på ledningsnivå. Den stödjer också mer operativa användningsfall såsom automatiserade e-postutkast, mötessammanfattningar och leadprioritering. Kombinationen av egen datakontroll, AI-drivna agenter och ett integrerat system gör att Upsales positionerar sig som en AI Revenue Platform snarare än ett traditionellt CRM-system.

Urval av funktioner från Upsales AI



Prioritera rätt deals



Automatisera säljflöden



Ge framåtblickande insikter



AI-agenter



Tusentals datapunkter per bolag

Upsales Accelerate - Ny prismodell för kommersialiseringen av Upsales AI

Som ett nästa steg i kommersialiseringen av Upsales AI lanserade Upsales den nya prismodellen Accelerate. Modellen ersätter den tidigare modulbaserade prissättningen med närmare 20 tillägg och samlar dessa tillsammans med AI-funktionaliteten i ett heltäckande och mer värdebaserat erbjudande. Syftet är att tydliggöra kundvärdet, minska komplexiteten och driva uppgraderingar i den befintliga kundbasen. AI erbjuds inte som ett separat tillval utan ingår som en integrerad del av Accelerate, i linje med strategin att transformera Upsales från ett traditionellt CRM till en AI Revenue Platform. Upsales har även kommunicerat att bolaget förväntar sig en högre ARR-takt under 2025, där AI-erbjudandet och Accelerate bedöms vara huvudsakliga drivkrafter.

Accelerate är utformad som en hybridmodell med en fast prisnivå kombinerad med användningsbaserade komponenter, särskilt för AI-agenter där nyttjandet varierar mellan kunder³⁷. Ambitionen är att prissättningen ska spegla faktiskt värde och användning över tid, snarare än enbart antal användare. Detta adresserar även den förändring som följer av ökad automatisering, där AI kan minska behovet av licenser per individ. Prisnivån ligger generellt högre än tidigare grundpaketet men omfattar betydligt mer funktionalitet, vilket förväntas öka intäkten per kund, förbättra retention och stärka nykundsflödet.

Enligt ledningen har mottagandet varit positivt, särskilt i nykundsaffärer, där Accelerate beskrivs som ett viktigt stöd för säljorganisationen. Vidare sker migreringen av befintliga kunder successivt och med nära kunddialog. Sammantaget skapar den nya paketeringen en naturlig övergång för befintliga kunder som efterfrågar utökad funktionalitet och väntas även underlätta nykundsanskaffning i prioriterade segment. Vår bedömning är att befintliga kunder successivt kommer att uppgradera till Accelerate, vilket i kombination med starkare nykundsanskaffning väntas leda till accelererad tillväxt under de kommande åren.

Kundinsikter om AI i försäljning

Upsales genomförde under 2024-2025 en marknadsundersökning med 130 nordiska B2B-bolag (50-12 000 anställda) för att kartlägga användningen av AI i försäljningsprocesser. Resultatet visar att 48 % av företagen ser försäljning och marknad som det högst prioriterade området för AI under det kommande året. De mest efterfrågade förbättringsområdena är säljproduktivitet (27 %) och automatisering av säljaktiviteter (24 %). Samtidigt uppger 45 % av företagen att de ännu inte använder AI i försäljning och 56 % bedömer att de ligger efter i implementeringen.

Undersökningen har legat till grund för utvecklingen av Upsales AI och säkerställer att plattformens funktionalitet adresserar de mest relevanta behoven hos kunderna. Resultaten bekräftar en tydlig marknadsmöjlighet för lösningar som stödjer hela säljprocessen, från leadgenerering till avslut, vilket är i linje med Upsales AI och prismodellen Accelerate. Marknadens behov av AI-baserade sälj- och marknadslösningar samt Upsales positionering inom området stärker uppfattningen av att bolaget har en solid plattform för fortsatt tillväxt.

Ny säljorganisation för att exekverera på tillväxtstrategin

Under 2023-2024 skedde en omfattande omställning i Upsales säljorganisation. Förändringen omfattade nytt ledarskap, förstärkt rekrytering och en tydligare go-to-market-strategi med fokus på större kunder och högre avtalsvärden. Organisationen delades in i dedikerade team för nykundsbearbetning respektive expansion inom befintlig kundbas, kompletterat med ett Customer Engagement-team med ansvar för retention och värdeutveckling. Målsättningen är att öka den genomsnittliga affärsstorleken, förlänga kundrelationerna och driva merförsäljning i takt med att erbjudandet breddats genom Upsales AI och den nya prismodellen Accelerate.

Omställningen medförde inledningsvis hög personalomsättning i säljfunktionen, vilket tillfälligt dämpade försäljningen och ledde till en period av avmattad ARR-tillväxt. Enligt vår analys uppgick omsättningen i säljteamet till över 90 % under 2023-2024, men har under 2025 normaliserats till omkring 15 %, vilket indikerar att organisationen nu är stabiliserad och fullt operativ. I övriga delar av verksamheten har personalomsättningen varit stabil sedan 2022, vilket stärker förutsättningarna för kontinuitet i genomförandet av tillväxtstrategin.

Ytterligare tecken på att omställningen fått genomslag är att Q4'24 präglades av rekordnivåer i nyförsäljning och nykundsanskaffning. Därtill fortsatte churn att minska. Under 2025 har trenden bestått med sekventiell ARR-tillväxt, även om tillväxttakten ännu inte nått bolagets långsiktiga ambitioner. Detta bekräftar att omställningen nu börjat ge effekt, men att det fortfarande finns utrymme för ytterligare acceleration i takt med att organisationen mognar.

Översikt historisk personalomsättning^{2B}

	2022	2023	2024	2025
Säljteamet	36,8%	92,9%	92,0%	16,5%
Produktteamet	19,0%	15,0%	14,3%	11,8%
Customer Success-teamet	15,8%	20,5%	29,3%	25,6%

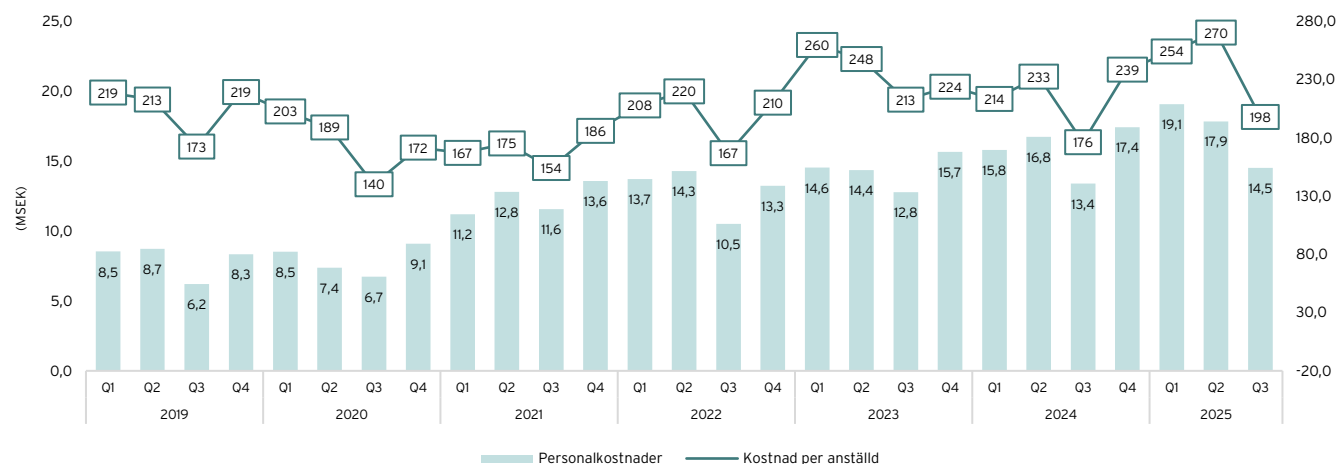
Fokus på mer senior personal

Vd Daniel Wikberg betonar att kultur och kompetens är grundläggande för Upsales resultat. Bolaget prioriterar därför kvalitet i rekryteringen framför volym, med ambitionen att bygga ett högpresterande team snarare än att snabbt öka antalet anställda. Utgångspunkten är att en toppsäljare kan generera tre till fyra gånger så mycket intäkt som en genomsnittlig säljare, vilket även reflekteras i bolagets interna fokus på intäkt per anställd^{3B}.

I samband med omställningen av säljorganisationen har rekryteringsstrategin styrts mot mer erfarna och resultatorienterade profiler. Ledningen uppger att rekryteringsläget förbättrats jämfört med den överhettade arbetsmarknaden för ett par år sedan, vilket underlättar tillsättningen av nyckelroller inom både försäljning och produktutveckling.

Vår bedömning är att säljorganisationen har genomgått en tydlig förändring och nu utvecklas i en positiv riktning. Upsales har nu en konkurrenskraftig produkt, en tydlig paketering genom Accelerate och en stärkt organisation, vilket skapar starka förutsättningar för uthållig tillväxt. Vi anser att fokus på erfarenhet, kultur och prestationsdriven rekrytering är rätt strategi i detta skede av Upsales utveckling.

Personalkostnader och kostnad per anställd



Fortsatt stark underliggande marknadstillväxt för CRM-system

Den globala marknaden för CRM-system väntas uppvisa en stark underliggande tillväxt under de kommande åren. Samtliga analyser pekar på en tvåsiffrig tillväxt, med en genomsnittlig årlig tillväxttakt på cirka 11 % över en flerårsperiod. Skillnaderna mellan analyser kan främst hänföras till olika antaganden om konjunkturutveckling, prisnivåer och geografisk marknadsmix. Helhetsbilden är dock tydlig, den strukturella efterfrågan på CRM-lösningar fortsätter att öka i takt med att företag investerar i digitalisering, automatisering och datadrivna säljprocesser.

Globala marknaden för CRM-system

(miljarder USD)	Tidsperiod	Start	Slut	CAGR
Grand View Research ²	2025-2030	73,4	163,2	14,6%
Statista ³	2025-2030	98,8	145,4	8,0%
Mordor Intelligence ⁴	2025-2030	81,2	123,2	8,7%
Fortune Business Insights ⁵	2025-2032	101,4	262,7	12,8%
Technavio ⁶	2025-2029	75,4	171,5	11,5%
Fact.MR ⁷	2025-2034	70,2	178,7	9,8%
Market Research Future ⁸	2024-2032	46,3	156,3	11,5%
The Insight Partners ⁹	2025-2031	-	-	12,8%
Precedence Research ¹⁰	2025-2034	90,1	275,3	13,0%
Straits Research ¹¹	2025-2033	74,9	239,0	13,8%
Expert Market Research ¹²	2025-2034	73,8	198,5	10,4%
S&S Insider ¹³	2024-2032	80,1	248,5	13,5%
Polaris Market Research ¹⁴	2025-2034	74,4	198,1	11,5%
Zion Market Reserach ¹⁵	2024-2032	64,9	122,8	7,4%
IMARC ¹⁶	2025-2033	70,3	158,6	9,4%
Market.US ¹⁷	2024-2033	75,1	248,2	12,7%
IndustryARC ¹⁸	2025-2030	67,9	105,9	7,7%
Research and Markets ¹⁹	2024-2029	103,9	179,2	11,5%
Inkwood Research ²⁰	2023-2032	81,8	286,7	13,6%
Verified Market Research ²¹	2024-2031	73,7	185,2	12,2%
Global Insight Services ²²	2024-2034	79,7	177,4	8,3%
Snitt		77,9	191,2	11,2%
Median		75,0	179,0	11,5%

Primära marknadsdrivare

Tillväxten på CRM-marknaden drivs av ett ökande behov av att förstå kundbeteenden och preferenser, vilket stärker viljan att investera i mer datadrivna sälj- och marknadsprocesser. Parallellt pågår ett snabbt tekniskifte där AI, avancerad analys och automatisering integreras i plattformarna och successivt ökar nyttan för användarna. Den fortgående digitaliseringen av säljprocesser bidrar dessutom till att bredda användningsområdena och öka betalningsviljan över tid.

Sammantaget innebär detta en strukturell medvind för leverantörer av CRM- och säljplattformar. Digitalisering av säljprocesser och AI bedöms dessutom medföra att CRM-marknaden växer betydligt snabbare än relaterade delsegment inom traditionell försäljning, där exempelvis den globala marknaden för direktförsäljning väntas uppvisa en genomsnittlig tillväxttakt på cirka 1,9 % kommande år²⁷.



Kundinsikt

Ökad efterfrågan på att förstå kunder



Digital transformation

Företag digitaliserar verksamheter i snabbare takt



AI-integrering

CRM-leverantörer stärker erbjudanden genom AI

AI som katalysator i branschen

AI framstår som den starkaste enskilda katalysatorn för tillväxt inom CRM- och säljplattformar. Detta bekräftas inte bara av Upsales, utan även av globala aktörer som Salesforce och HubSpot. När prediktiv modellering och agentbaserad automatisering integreras i kärnflödena förbättras leadprioritering, kundanpassning och säljcykler förkortas. Det talar även för en gradvis förskjutning mot mer värdebaserad prissättning, där aktörer som är tidigt ute med välpaketerade AI-erbjudanden bedöms kunna ta både högre pris och marknadsandelar.

Kombinationen av en stark underliggande marknadstillväxt för CRM och ett snabbt växande AI-drivet behov i försäljningsfunktioner utgör en strukturell medvind för Upsales. Vi bedömer således att Upsales är väl positionerade för att ta marknadsandelar under de kommande åren.

Hög konkurrens inom CRM-marknaden

CRM-marknaden är fragmenterad och tydligt segmenterad mellan enklare standardlösningar för små företag och mer avancerade företagsplattformar från globala aktörer. I det övre marknadssegmentet dominerar Salesforce, HubSpot och Microsoft Dynamics, vars lösningar erbjuder bred funktionalitet men ofta kräver långa implementationsprocesser, konsult hjälp och betydande investeringar. I den andra änden finns ett stort antal enklare CRM-verktyg riktade mot småföretag, med lägre kostnad och begränsad anpassningsbarhet.

Fragmenterad marknad med tusentals aktörer



Upsales verkar i mellansegmentet där många företag har vuxit ur kalkylblad och enklare CRM-system, men ännu inte är redo för de komplexa och resurskrävande enterprise-lösningarna. Enligt vd Daniel Wikberg möter Upsales främst konkurrens från Salesforce och HubSpot, medan Microsoft endast är en indirekt konkurrent. Svenska Lime Technologies riktar sig främst mot andra kundsegment och betraktas därför inte heller som en direkt konkurrent. Wikberg beskriver CRM-marknaden som mindre mogen än vad många tror, eftersom en stor del av de potentiella kunderna fortfarande saknar ett systematiskt CRM-stöd och hanterar försäljningsdata manuellt, ofta i Excel³¹.

Upsales bedömer konkurrenssituationen som relativt stabil över tid, där de ledande aktörerna varit desamma under det senaste decenniet³². Ett tydligt fokusområde för samtliga större leverantörer är nu integrationen av artificiell intelligens. Här har Upsales valt en mer strategisk inriktning med fokus på AI som ett beslutsstöd för företagsledning, snarare än att enbart implementera grundläggande AI-funktioner i befintliga flöden. Enligt vd Wikberg samlar och bearbetar Upsales stora mängder marknadsdata som kontinuerligt matchas mot kundernas affärsdata, vilket skapar realtidsinsikter och konkurrensfördelar för nordiska företag. Strategin differentierar Upsales från de internationella konkurrenterna, som i högre grad prioriterar volym och global skalbarhet framför lokal anpassning.

Vi bedömer att Upsales främst konkurrerar med globala aktörer som Salesforce och HubSpot, men att bolaget medvetet har positionerat sig mot nordiska medelstora B2B-företag med cirka 50-2 000 anställda³³. I detta segment är konkurrensen lägre, kundbehoven mer specifika och betalningsviljan högre för lösningar som erbjuder lokal närvaro och branschförståelse. Den nordiska marknaden utgör dessutom endast en liten del av den globala CRM-marknaden och har därför begränsad strategisk prioritet för de stora internationella aktörerna. Detta skapar ett strukturellt gap som Upsales tydligt har positionerat sig för att fylla, med en lokal produkt, hög kundnärvaro och djup förståelse för den regionala affärskulturen.

Urval av konkurrenter

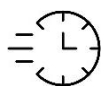
	<p>Salesforce är världsledande inom CRM och har i över 20 år utvecklat molnbaserade lösningar för försäljning, kundservice, marknadsföring och analys. Bolaget används av hundratusentals företag globalt och har blivit branschstandard inom CRM. Salesforce har ett brett produktutbud med exempelvis Sales Cloud, Service Cloud och Marketing Cloud, som alla kan integreras med externa system via deras öppna plattform. Bolaget har sitt huvudkontor i San Francisco, USA, men är verksamt i över 100 länder. Salesforce är särskilt starkt inom enterprise-segmentet, där deras lösningar ofta används av större organisationer med komplexa behov.</p>
	<p>HubSpot är en global ledare inom inbound marketing och CRM-lösningar. Bolaget grundades 2006 i Cambridge, USA, och har vuxit snabbt genom att erbjuda en plattform som integrerar marknadsföring, försäljning, kundservice och CMS. HubSpot är särskilt starkt inom segmentet små och medelstora företag som söker en lättanvänd allt-i-ett-lösning. Plattformen är molnbaserad och erbjuder både en kostnadsfri grundversion och skalbara premiumlösningar. HubSpot har idag över 180 000 kunder i mer än 120 länder och är känt för att driva på trenden kring inbound marketing.</p>
	<p>Microsoft Dynamics 365 är en av de största konkurrenterna på CRM- och ERP-marknaden. Plattformen lanserades 2016 och kombinerar CRM och affärssystem i en och samma lösning. Med tätt samarbete med Microsofts övriga produkter, såsom Office 365, Teams och Power BI, är Dynamics 365 särskilt starkt inom företag som redan är djupt integrerade i Microsofts ekosystem. Bolaget erbjuder en modular uppsättning lösningar som kan skalas för både små och stora organisationer, med huvudkontoret i Redmond, USA. Dynamics 365 har under de senaste åren haft en stark tillväxt internationellt och används idag av allt från mindre bolag till globala koncerner.</p>
	<p>Pipedrive är ett snabbväxande CRM-bolag med fokus på små och medelstora företag. Bolaget grundades 2010 i Estland och har idag kunder i över 175 länder. Pipedrive differentierar sig genom sitt användarvänliga gränssnitt och tydliga fokus på säljprocessen, vilket gjort att plattformen snabbt vunnit mark hos mindre team som vill ha en enkel men effektiv lösning. Pipedrive är känt för sin smidiga pipeline-översikt och automationer som förenklar säljarbetet.</p>
	<p>Lime Technologies är ett svenskt mjukvarubolag och en av de starkaste nordiska aktörerna på CRM-marknaden. Bolaget grundades 1990 och har sedan dess byggt en stabil position genom sin egenutvecklade plattform, Lime CRM. Bolaget är särskilt inriktat på små och medelstora företag i Norden och erbjuder skräddarsydda lösningar för olika branscher. Lime är känt för sin höga kundnöjdhet, lokala support och närhet till marknaden. Med huvudkontor i Lund har Lime expanderat internationellt, bland annat till Nederländerna, Tyskland och Norge.</p>

Konkurrensfördelar

Upsales konkurrensfördelar grundar sig i bolagets förmåga att effektivt adressera ett tydligt marknadsgap mellan de enklare CRM-lösningarna för små företag och de mer komplexa enterprise-plattformarna som används av stora globala koncerner. Upsales har etablerat en stark position i detta mellanskikt, där många medelstora företag ännu inte implementerat ett modernt, skalbart och datadrivet system.

Vi bedömer att Upsales skalbara produkt, lokala närvaro i Norden och fokuserade produktstrategi har skapat en tydlig konkurrensfördel gentemot både enklare standardverktyg och internationella aktörer med låg regional anpassning. Bolaget erbjuder en lösning som kombinerar avancerad funktionalitet och AI-drivna insikter med kort implementeringstid och lägre kostnad än de stora enterprise-alternativen. Positioneringen gör det möjligt för Upsales att möta de specifika behoven hos nordiska B2B-företag med komplexa men resurseffektiva säljorganisationer, vilket är ett segment som fortfarande uppvisar betydande strukturell tillväxtpotential.

Bolagets kombination av snabbhet, lokal anpassning, AI-baserat värdeskapande och teknisk skalbarhet resulterar i en produkt som kräver minimalt med kundanpassning men levererar tydliga effektivitetsvinster. Enligt bolagets kunddata ökar nya kunder sin försäljning med i genomsnitt 22 % under det första året efter implementering, vilket bekräftar plattformens mätbara kundvärde och stärker Upsales konkurrenskraft på den nordiska marknaden.



Snabb implementering och låg komplexitet

En central del av Upsales styrka ligger i att produkten erbjuder snabb implementering och låg komplexitet, medan globala aktörer ofta kräver omfattande konsultinsatser och långa införandeprojekt. Produkten är byggd för att vara skalbar utan omfattande kundanpassning³⁶, vilket håller nere både kostnad och implementationstid. Upsales lösning kan tas i bruk inom några dagar efter en fyra timmar lång onboarding³⁴, vilket är betydligt snabbare än konkurrenter som exempelvis Salesforce och HubSpot. I en presentation uppgav HubSpot att deras lösning kan tas i bruk inom sju till åtta veckor, till skillnad från andra system som kan ta upp till nio till tolv månader att implementera³⁵. Upsales direkta kundmodell, utan partnerled eller mellanhänder, skiljer sig från hur många konkurrenter arbetar, där implementationspartners ofta säljer omfattande konsultprojekt³⁴. Detta gör att Upsales kunder snabbare får värde av produkten och att bolaget kan tillvarata kundfeedback för kontinuerlig produktutveckling.



Lokal förankring och relevans

Upsales konkurrerar även genom lokal relevans. Bolaget erbjuder färdiga integrationer mot vanliga nordiska ERP-system och tillgång till unika regionala företagsdata, vilket ger användarna bättre beslutsunderlag och mer automatiserad försäljning. Detta är funktioner som sällan prioriteras av internationella aktörer, eftersom den nordiska marknaden är liten i ett globalt perspektiv^{30,32}.



Upsales AI

Under de senaste åren har Upsales också förstärkt sin position genom ett tydligt skifte mot AI-drivna sälj- och tillväxtlösningar. Genom lanseringen av Upsales AI, med inbyggda intelligenta funktioner, erbjuds kunderna en helhetslösning som kombinerar CRM, marknadsautomation och datadrivna insikter i ett och samma abonnemang. AI är därmed inte ett separat initiativ, utan en integrerad del av bolagets kärnerbjudande. Den nya paketeringen Accelerate gör AI-funktionerna lättillgängliga genom ett tydligt helhetserbjudande med transparent prissättning och direkt mätbar kundnytta. Detta skapar en konkurrensfördel gentemot aktörer som säljer AI som separata tillägg eller enstaka funktioner.



Datahantering och regelefterlevnad

En ytterligare differentieringsfaktor är datahantering och regelefterlevnad. Genom att lagra all kunddata i Sverige möter Upsales den ökande efterfrågan från europeiska företag som i ljuset av GDPR och Schrems II är försiktiga med amerikanska molntjänster. Enligt Wikberg vinner bolaget aktivt kunder just på grund av denna positionering³⁰.

Marknadsundersökning

För att komplettera konkurrensanalysen har vi genomfört en marknadsundersökning i syfte att bättre förstå användarnas upplevelse av och attityder till olika CRM-system på marknaden. Undersökningen utfördes genom enkäter riktade till ett brett urval av säljare och CRM-användare och hade som mål att identifiera vilka funktioner som värderas högst, vilka begränsningar som upplevs i befintliga system samt hur benägna användarna är att byta leverantör.

Resultaten visar att de största svagheter hos konkurrenter som Salesforce och Pipedrive upplevs vara att mycket arbete fortfarande sker manuellt och att prospekteringsverktygen anses begränsade. Microsoft Dynamics 365 lyftes även fram som ett system som stundtals upplevs som långsamt i användning. De mest uppskattade funktionerna bland dessa system var möjligheten att samla kunddata på ett och samma ställe samt att kunna följa säljprocessen i ett samlat gränssnitt.

Ett särskilt intressant resultat var att en majoritet av respondenterna uppgav att de kan tänka sig att byta CRM-system inom de kommande tolv månaderna. Nöjdhetsnivåerna varierade mellan 2 av 5 och 4 av 5, men ingen användare gav sitt nuvarande system högsta betyg (5 av 5). Detta indikerar att förbättringspotentialen i marknaden fortfarande är stor och att användarna är öppna för nya, mer effektiva lösningar.

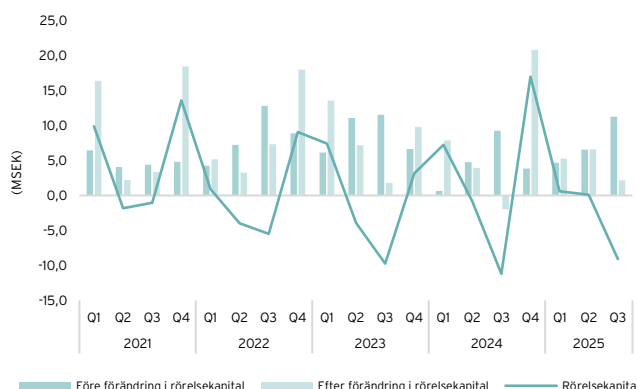
Vi bedömer att flera av de identifierade svagheter sammanfaller med områden där Upsales AI erbjuder konkreta förbättringar, särskilt inom automatisering, prospektering och datadrivna säljinsikter. Det faktum att en så stor andel användare uttrycker en vilja att byta system tyder dessutom på att CRM-marknaden är mer dynamisk än förväntat, vilket gynnar aktörer med moderna, skalbara och lättimplementerade plattformar som Upsales. Det bör dock noteras att urvalet i undersökningen inte är tillräckligt stort för att dra statistiskt säkerställda slutsatser. Resultaten ska därför ses som indikativa snarare än representativa, men de stärker bilden av att Upsales differentierade erbjudande ligger väl i linje med de behov och förbättringsområden som CRM-användare själva identifierar.

Stark balansräkning och stabil kassagenerering

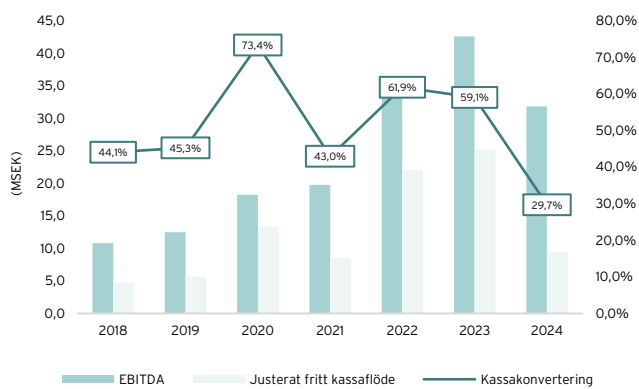
Upsales har under flera år uppvisat en stark balansräkning och stabil kassagenerering. Den finansiella styrkan förklaras främst av bolagets skalbara affärsmodell med hög andel återkommande intäkter, låg kapitalbindning och begränsat investeringsbehov utöver produktutveckling. Majoriteten av kunderna betalar sina licenser årsvis i förskott, vilket bidrar till ett positivt rörelsekapital och starka operativa kassaflöden.

Den robusta kassagenereringen ger bolaget finansiell flexibilitet att fortsätta investera i produktutveckling, organisation och expansion, vilket stärker tillväxtförmågan utan att öka risknivån. Jämfört med många andra SaaS-bolag av motsvarande storlek har Upsales dessutom låga nivåer av aktiverade utvecklingsutgifter i relation till omsättningen, vilket speglar en högre kvalitet i den redovisade lönsamheten. Bolaget har heller ingen goodwill i balansräkningen, då all historisk tillväxt har varit organisk.

Kassaflöde från den löpande verksamheten



Justerat fritt kassaflöde och kassakonvertering

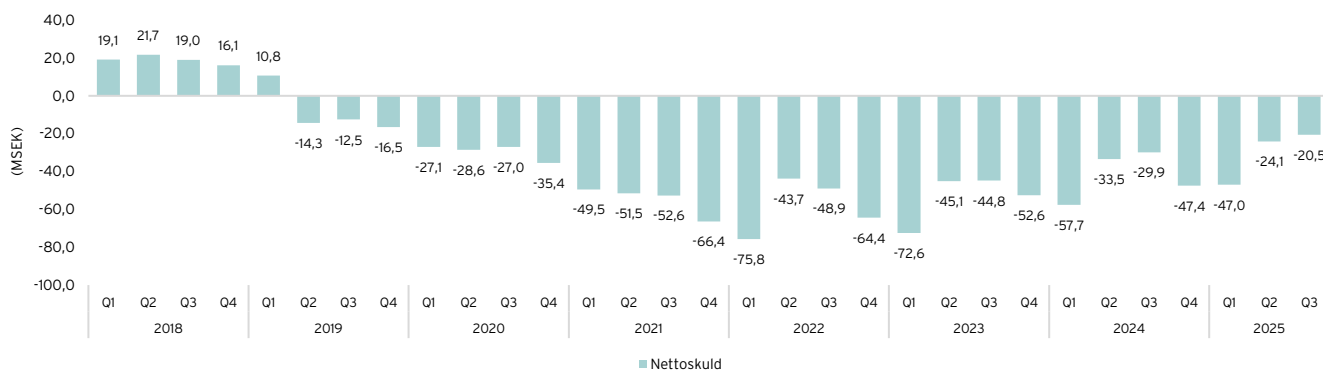


Vid utgången av Q3'25 uppgick Upsales totala tillgångar till 82,4 MSEK, varav 29,4 MSEK utgjordes av aktiverade utvecklingsutgifter, 14,8 MSEK av kortfristiga fordringar och 20,5 MSEK av kassa och likvida medel. Bolaget har inga räntebärande skulder, vilket innebär en nettokassa på 20,5 MSEK och en stark finansiell flexibilitet. På skuldsidan återfinns kortfristiga skulder om 69,8 MSEK, där majoriteten (62,0 MSEK) utgörs av förutbetalda intäkter från abonnemangsbaserade kunder eftersom Upsales till stor del fakturerar årsvis i förskott.

Immateriella tillgångar	Materiella tillgångar	Soliditet
35,7 % (29,4 MSEK)	0,0 % (0,4 MSEK)	15,3 %
Kassa	Räntebärande skulder	Nettokassa
24,9 % (20,5 MSEK)	0,0 MSEK	20,5 MSEK

Upsales har en utdelningspolicy som innebär att 50 % av det fria kassaflödet delas ut till aktieägarna, förutsatt att rörelsens expansion inte kräver kapital. Den starka finansiella ställningen och den höga kassakonverteringen har möjliggjort en konsekvent utdelningsförmåga. Sedan 2022 har Upsales totalt delat ut cirka 118 MSEK, och nuvarande direktavkastning uppgår till cirka 5 %.

Från nettoskuld till nettokassa




Ägarbild

Utestående aktier	Aktiekurs	Börsvärde
16 838 375	32,6	548,9
Antal aktieägare	Insynsägande	Free float
1 127	44,6 %	54,6 %

Upsales har totalt 16,8 miljoner utestående aktier, där bolagets grundare och vd, Daniel Wikberg, är majoritetsägare med 43,8 % av aktierna. Samtliga insynspersoner i ledning och styrelse äger aktier i bolaget, motsvarande ett samlat insynsägande om 44,6 %. Utöver Wikberg återfinns de största innehaven hos styrelseledamot Baltsar Sahlin (0,4 %), avgående CFO Elin Lundström (0,2 %), CCO Dennis Lindell Schettini (0,1 %) samt styrelseordförande Henry Rawet (0,1 %). För mer information, se avsnittet *Ledning & styrelse*.

Näst största ägare är Björn Algvist, en erfaren investerare med flera decenniers bakgrund som riskkapitalist och finansär inom teknik-, life science- och konsumentsektorerna. Han är grundare och vd för Fibonacci Growth Capital, ett investmentbolag som investerar i tillväxtbolag och erbjuder rådgivning inom kapitalförvaltning och investeringar.

Bland bolagets tio största ägare återfinns sex institutionella investerare och fonder, vilket är anmärkningsvärt givet Upsales förhållandevis låga börsvärde. Den breda institutionella närvaron tyder på ett förtroende för bolagets ledning, strategi och förmåga att driva långsiktig lönsam tillväxt.

	Ägare	Antal aktier (m)	Kapital	Röster
1.	Daniel Wikberg 	7,4	43,8%	43,8%
2.	Björn Algvist	1,4	8,6%	8,6%
3.	Herald Investment Management	1,0	5,9%	5,9%
4.	Danske Invest	0,9	5,5%	5,5%
5.	Nordea Funds	0,9	5,1%	5,1%
6.	SEB Funds	0,7	4,0%	4,0%
7.	TIN Fonder	0,6	3,8%	3,8%
8.	Avanza Pension	0,3	2,1%	2,1%
9.	Nordnet Pensionsförsäkring	0,3	1,8%	1,8%
10.	Schroders	0,3	1,7%	1,7%

Incitamentsprogram

Upsales har för närvarande tre utestående incitamentsprogram riktade till bolagets nyckelpersoner. Programmen har olika löptider och lösenpriser, varav det senast beslutade 2023/2026 har ett lösenpris om 75,3 SEK. För att optionerna i detta program ska kunna utnyttjas krävs en mer än fördubblad aktiekurs jämfört med nuvarande nivåer. De övriga programmen har högre lösenpriser och förutsätter därmed en fortsatt stark kursutveckling för att realiseras.

Aktiva optionsprogram

	Lösenpris	Löptid	rF	Volatilitet	Utest. 1 jan 2024	Utest. 31 dec 2024
2022/2025	100,8 SEK	3,1 år	1,3%	48,0%	101 136	101 136
2023/2026	124,6 SEK	3,1 år	2,9%	49,0%	129 250	29 250
2023/2026	75,3 SEK	3,1 år	2,7%	48,0%	0	19 500

Ledning & styrelse

Ledning



Daniel Wikberg, VD & ledamot

Tidigare erfarenheter: Styrelseledamot i Engage B2B Targeting International AB och Sales-board.com International AB samt styrelsesuppleant i Anders Julin AB och Termino C 2311 AB.

Pågående uppdrag: Styrelseledamot och VD för Upsales Nordic AB och Upsales GmbH, styrelseledamot i Zeninvestment Holding AB och Oscar Kilo Aviation Stockholm AB samt styrelsesuppleant i Superhuman AB.

Innehav: 7 370 493 aktier



Elin Lundström, CFO (avgående)

Tidigare erfarenheter: Styrelsesuppleant i Engage B2B Targeting International AB. Kandidatexamen i företagsekonomi, Handelshögskolan i Stockholm

Pågående uppdrag: Vice VD och finansdirektör och anställd i koncernen sedan 2017. Styrelseledamot i Comet Capital AB. Styrelsesuppleant i Upsales Nordic AB.

Innehav: 26 350 aktier



Fredrik Seidl, CTO

Tidigare erfarenheter: Kandidatexamen, Data- och systemvetenskap, Stockholms universitet

Pågående uppdrag: Teknisk chef sedan 2022 och anställd i koncernen sedan 2016. Inga övriga uppdrag

Innehav: 8 477 aktier



Dennis Lindell Schettini, CCO

Tidigare erfarenheter: Masterexamen i geografiska informationsystem, Lunds universitet

Pågående uppdrag: CCO sedan 2023 och anställd i koncernen sedan 2018. Inga övriga uppdrag

Innehav: 22 523 aktier



Adam Normelli, CMO

Tidigare erfarenheter: Frilansande marknadsföringskonsult

Pågående uppdrag: Marknadschef sedan 2021. Inga övriga uppdrag.

Innehav: 1 080 aktier

Styrelse



Henry Rawet, ordförande

Utbildning och erfarenhet: Civilekonom från Stockholms universitet. Grundade PR-företaget Rinfor AB (senare GCI Group), där han var VD och Nordenchef från 1985 till 2001, och grundade även FranklinCovey Sverige, där han var VD och senare Nordenchef från 2005 till 2023.

Pågående uppdrag: Inga övriga uppdrag förutom som styrelseledamot i sina egna företag.

Innehav: 15 000 aktier

Beroende i förhållande till bolaget. Oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare och bolagsledningen.



Sebastian Törneman, ledamot

Utbildning och erfarenhet: Gymnasieläroexamen med kandidatexamen i statsvetenskap samt media och kommunikation från Stockholms universitet och Lärarhögskolan i Stockholm. Vice President EMEA Sales på Splunk Services Sweden AB sedan 2017. Tidigare försäljningsdirektör på EMC Information Systems Sweden AB samt försäljningsdirektör och försäljningschef för Enterprise Solutions på Dell AB.

Pågående uppdrag: Styrelseordförande i PredictIT Talent AB.

Innehav: 8 500 aktier

Oberoende i förhållande till större aktieägare, bolaget och ledningen.



Baltsar Sahlin, ledamot

Utbildning och erfarenhet: Civilingenjör i industriell ekonomi, Linköpings Tekniska Högskola. VD och grundare av Mynt. Tidigare managementkonsult på Applied Value AB och chef för tillväxtprogram inom nya områden på Telefonaktiebolaget LM Ericsson.

Pågående uppdrag: Inga övriga uppdrag förutom som styrelseledamot i sina egna företag.

Innehav: 60 000 aktier

Oberoende i förhållande till större aktieägare, bolaget och ledningen.



Daniel Wikberg, VD & ledamot

Se ovan.

Innehav: 7 370 493 aktier

Beroende i förhållande till bolagets större aktieägare samt bolaget och bolagsledningen.



Daniel Dernulf, ledamot

Utbildning och erfarenhet: Studier i datavetenskap vid Linköpings universitet och Kungliga Tekniska högskolan (KTH). Har varit anställd på Upsales sedan 2010. Styrelsesuppleant i BJ Management AB

Pågående uppdrag: Inga andra uppdrag.

Innehav: 3 086 aktier

Beroende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare.

Risker

Accelerate och Upsales AI ger inte önskad effekt på försäljningen

Upsales AI och den nya prismodellen Accelerate har initialt mötts av positiv respons och är en viktig tillväxt drivare framgent. Kommersiell framgång är dock beroende av kundernas faktiska vilja att betala för och implementera AI-funktionaliteten i sina säljprocesser. Kundernas betalningsvilja kan visa sig lägre än förväntat, vilket skulle kunna dämpa uppgraderingsgraden bland befintliga kunder.



Medel

Hög konkurrens

CRM-marknaden är konkurrensutsatt med ett stort antal både globala och specialiserade aktörer. Även om Upsales har en etablerad position på den nordiska marknaden finns en risk att intensifierad konkurrens leder till ökad prispress och minskad kundlojalitet. På sikt kan detta påverka bolagets nykundsanskaffning och öka risken för högre churn bland befintliga kunder.



Medel

Artificiell intelligens

Den snabba utvecklingen inom artificiell intelligens förändrar förutsättningarna på mjukvarumarknaden i grunden. I takt med att AI-verktyg blir mer tillgängliga ökar möjligheterna för företag att utveckla egna interna lösningar för försäljning och kundhantering. Detta kan på sikt minska beroendet av färdiga CRM-plattformar och leda till att vissa kunder väljer att bygga eller anpassa egna system. En sådan utveckling skulle kunna begränsa marknadstillväxten för standardiserade CRM-lösningar och därmed utgöra en strukturell risk för bolag som Upsales.



Låg

Beroende av ett starkt team

Upsales framgång är i hög grad beroende av bolagets förmåga att attrahera, utveckla och behålla kvalificerade medarbetare, särskilt inom försäljning och produktutveckling. I en konkurrensutsatt marknad för teknisk och kommersiell kompetens kan rekrytering och retention av nyckelpersoner vara en utmaning. En försvagad företagskultur eller hög personalomsättning skulle kunna påverka både tillväxttakten och kundrelationerna negativt. Bolagets framtida utveckling är därför starkt kopplad till dess förmåga att upprätthålla ett engagerat och högpresterande team i takt med att verksamheten växer.



Medel

Teknik och sekretess

Upsales verksamhet är beroende av en stabil och säker teknisk plattform. Ett allvarligt driftstopp, systemfel eller en cyberattack skulle kunna påverka kundernas verksamhet negativt och därmed skada bolagets förtroende. Eftersom plattformen hanterar stora mängder affärskritisk och delvis konfidentiell information utgör även risken för dataintrång en betydande sårbarhet. Ett sådant intrång skulle kunna medföra direkta ekonomiska konsekvenser samt påverka bolagets rykte, kundlojalitet och förmåga att attrahera nya kunder.



Låg

Marginalpress

Upsales har en uttalad strategi att prioritera tillväxt framför kortsiktig lönsamhet, vilket är motiverat så länge investeringarna omsätts i fortsatt intäktsökning. Om de satsningar som genomförs däremot inte resulterar i förväntad tillväxt finns en risk att marginalerna pressas. I ett sådant scenario kan även värderingsmultiplar påverkas negativt, då snabbväxande mjukvarubolag i regel värderas utifrån omsättningstillväxt, medan bolag med avtagande tillväxt tenderar att värderas baserat på lönsamhet och kassaflöde. Kombinationen av lägre tillväxt och pressade marginaler skulle därmed kunna leda till en multipelkontraktion.



Låg

Värdering

Key stats

Antal aktier	16 838 375	Börsvärde (MSEK)	548,9
Aktiekurs (SEK)	32,6	Nettokassa (MSEK)	20,5
		Enterprise value (MSEK)	528,4

Rullande 12 månader

Nettoomsättning	148,1	EV/S	3,6
EBIT	24,1	EV/EBIT	21,9
Vinst	19,3	P/E	28,4
FCF	16,6	EV/FCF	31,8

Källa: Börsdata

Historiskt snitt

	EV/S	EV/EBIT	P/E	EV/FCF
Snitt 3 år	5,1	26,5	35,7	28,8
Snitt 5 år	8,1	55,9	76,9	35,2

Källa: Börsdata

Nyckeltal

Bruttomarginal	EBITDA-marginal	EBIT-marginal	Vinstmarginal
n/a	22,8 %	16,3 %	13,1 %
OPCF-marginal	FCF-marginal	ROE	ROIC
23,5 %	11,2 %	153,0 %	-244,0 %

Källa: Börsdata

Aktiekursutveckling

Upsales jämfört med OMXS30, 2019-idag (indexerat)



Återhämtning för SaaS-bolagen

Efter en period av svag kursutveckling under 2022-2023 har värderingsnivåerna inom den nordiska SaaS-sektorn gradvis återhämtat sig. Den positiva trenden återspeglas tydligt i Kalqyl SaaS-index (n=24), som under de senaste två åren har utvecklats bättre än OMXS30. Värderingsmultiplarna har också återhämtat sig, där medianen för EV/S nu uppgår till cirka 4,4x och EV/EBITDA till omkring 19,4x. Utvecklingen indikerar ett förnyat investerarintresse för lönsamma och kassaflödespositiva SaaS-bolag med skalbara affärsmodeller.

Stark utveckling för nordiska SaaS-bolag senaste två åren



Källa: Kalqyl Research, Nasdaq

Kalqyl SaaS EV/S



Källa: Kalqyl Research

Kalqyl SaaS EV/EBITDA



Källa: Kalqyl Research

Även på transaktionsmarknaden har en tydlig återhämtning noterats. Under de senaste åren har flera uppköp bland svenska SaaS-bolag genomförts, med en medianpremie på cirka 70 %. Trenden bedöms kunna fungera som en stödjande värderingsfaktor för noterade SaaS-bolag, däribland Upsales.

Urval av historiska uppköp av SaaS-bolag

Bolag	Köpare	Datum	Bud (MSEK)	Premie	Nettoomsättning	EBITDA	EV/S	EV/EBITDA
PromikBook	Euro Finans	2019-12-10	20,4	88,7%	6,0	-2,5	3,4	neg.
Genesis IT	Stenvalls Trä AB	2023-06-06	273,9	76,3%	75,7	11,3	3,6	24,1
Pagero	Vertex	2023-12-13	5 802,0	71,4%	795,4	-8,4	7,3	neg.
Byggfakta	Giant BidCo	2024-01-05	10 058,7	30,7%	2 640,0	902,0	3,8	11,2
Mestro	EG Sverige AB	2024-02-09	184,0	82,0%	34,4	-9,6	5,4	neg.
ZignSec	G2 Acquisition	2024-09-04	302,9	115,6%	106,7	-14,6	2,8	neg.
Fortnox	Omega II AB	2025-03-31	54 718,7	37,9%	2 045,0	1 074,0	26,8	50,9
Everysport	Forward Partners AB	2025-06-17	150,2	25,0%	84,7	-9,8	1,8	neg.
IAR Systems Group	The Qt Company Oy	2025-07-04	2 293,0	66,4%	491,7	179,7	4,7	12,8
Snitt			8 200,4	66,0%	697,7	235,8	6,6	-72,6
Median			302,9	71,4%	106,7	-2,5	3,8	-8,1

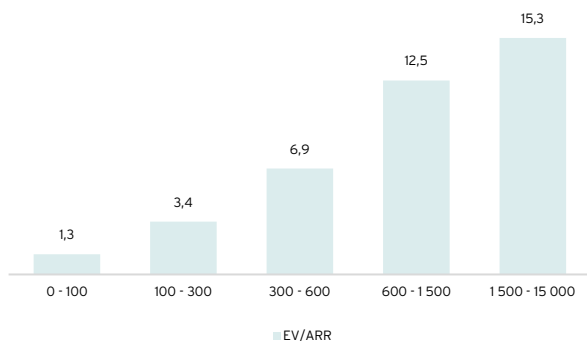
Större bolag premieras av marknaden

Vi har analyserat ett urval av cirka 30 noterade bolag med återkommande intäktsmodeller och rapporterad ARR för att undersöka sambandet mellan bolagsstorlek och värdering. Analysen visar att marknaden generellt tenderar att premiera större bolag med hög andel återkommande intäkter, vilket reflekteras i högre värderingsmultiplar. En sannolik förklaring är att större bolag ofta uppvisar mer stabila kassaflöden, högre skalbarhet och lönsamhet samt bättre likviditet i aktien, vilka är faktorer som gör dem mer attraktiva för institutionella investerare. Jämförelsen bör dock tolkas med viss försiktighet, då urvalet omfattar bolag med olika affärsmodeller, geografiska fokus och definitioner av ARR, vilket kan påverka jämförbarheten mellan enskilda aktörer.

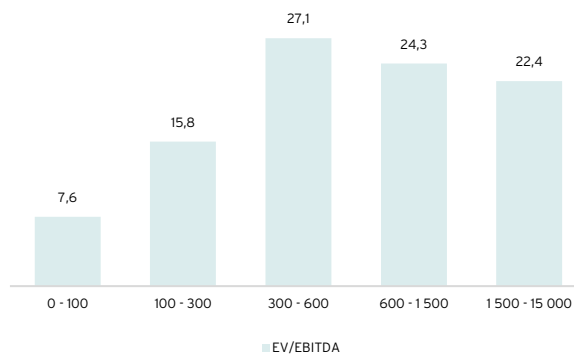
Bolag med återkommande intäktsmodeller

Bolag	Börsvärde	EV	ARR			EBITDA			EBIT		
			MSEK	Tillväxt y/y	EV/ARR	MSEK, R12	Marginal, R12	EV/EBITDA	MSEK, R12	Marginal, R12	EV/EBIT
0-100 MSEK											
Comintelli	30	23	31,5	5,0%	0,7	7,1	18,6%	3,2	6,6	17,4%	3,5
Compodium	52	50	42,4	35,9%	1,2	8,6	20,6%	5,8	neg.	neg.	neg.
Flowscape	60	51	35,8	11,9%	1,4	9,7	21,1%	5,3	1,1	2,3%	46,4
Kontigo Care	70	56	28,4	-6,3%	2,0	3,5	12,1%	16,0	-1,8	-6,0%	neg.
Neovici	70	89	84,5	24,6%	1,1	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Obank	74	56	37,6	5,9%	1,5	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Snitt	59	54	43,4	12,8%	1,3	7,2	18,1%	7,6	2,0	4,6%	24,9
Median	65	54	36,7	8,9%	1,3	7,9	19,6%	5,5	1,1	2,3%	24,9
100-300 MSEK											
Bambuser	153	17	83,7	-20,4%	0,2	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Codemill	209	183	42,7	1,8%	4,3	19,8	24,6%	9,2	4,2	5,2%	43,6
Freja eID	297	292	37,4	55,2%	7,8	3,1	6,5%	neg.	neg.	neg.	neg.
Litium	221	217	84,4	11,8%	2,6	16,3	22,0%	13,3	-1,3	neg.	neg.
Nepa	139	114	121,1	-24,4%	0,9	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Physitrack	298	340	130,3	20,2%	2,6	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Safeture	185	159	55,8	-2,2%	2,9	7,7	13,4%	20,6	0,16	0,3%	993,8
Teneo AI	299	530	89,7	20,7%	5,9	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Westpay	169	175	49,7	20,3%	3,5	8,8	12,3%	19,9	neg.	-1,4%	neg.
Snitt	219	225	77,2	9,2%	3,4	11,1	15,8%	15,8	1,0	1,4%	518,7
Median	209	183	83,7	11,8%	2,9	8,8	13,4%	16,6	0,2	0,3%	518,7
300-600 MSEK											
Binero	321	374	163,0	14%	2,3	12,7	2,9%	29,4	7	1,5%	56,7
Observit	338	338	21,8	19,1%	15,5	9,4	14,1%	36,0	3,4	5,1%	99,4
Opter	538	517	89,4	10,0%	5,8	20,8	21,7%	24,9	20,8	21,7%	24,9
Upsales	586	562	147,7	6,8%	3,6	33,7	22,8%	15,7	24,1	16,3%	24,1
Snitt	446	448	105,2	12,4%	6,9	18,6	15,1%	27,1	13,2	10,9%	51,6
Median	438	446	118,1	12,0%	4,8	16,8	17,8%	27,2	13,7	10,1%	41,1
600-1500 MSEK											
Avtech	647	619	47,6	39,6%	13,0	19,4	48,3%	31,9	13,7	34,1%	45,2
BIMobject	886	695	135,9	3,5%	5,1	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Briox	1048	1032	28,1	43,4%	36,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Formpipe	1498	1470	458,0	5,5%	3,2	88,3	16,1%	16,6	18,3%	3,3%	80,3
Oneflow	849	801	171,2	19,0%	4,7	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.	neg.
Snitt	986	923	168	22,2%	12,5	53,9	32,2%	24,3	6,9	18,7%	62,8
Median	886	801	136	19,0%	5,1	53,9	32,2%	24,3	6,9	18,7%	62,8
1500-15 000 MSEK											
Lime	4 211	4 367	501,7	13,0%	8,7	220	30,8%	19,9	142	19,9%	30,8
Vertiseit	2 170	2 344	290,0	62,0%	8,1	77,8	12,5%	30,1	29,8	4,8%	78,7
Vitec	13 291	15 400	813,4	5,0%	18,9	1401	39,7%	11,0	678,0	19,2%	22,7
Yubico	10 951	10 048	394,4	37,1%	25,5	353	15,1%	28,5	335,0	14,4%	30,0
Snitt	7 656	8 040	499,9	29,3%	15,3	513,0	24,5%	22,4	296,2	14,6%	40,5
Median	7 581	7 208	448,1	25,1%	13,8	286,5	23,0%	24,2	238,5	16,8%	30,4
0-15 000 MSEK											
Snitt	1416	1461	150,6	15,6%	6,8	122,0	19,7%	18,9	78,8	9,8%	112,9
Median	299	339	84,5	12,4%	3,7	16,3	18,6%	18,9	6,6	5,2%	44,4

Börsvärde och snitt EV/ARR



Börsvärde och snitt EV/EBITDA



Peers

I vår relativvärdering har vi inkluderat ett urval av internationella bolag som helt eller delvis erbjuder CRM-lösningar inom sina produktportföljer. Urvalet omfattar bland annat Salesforce, HubSpot, Freshworks och Lime Technologies. Microsoft är medtaget i jämförelsen för referens, men bedöms vara mindre relevant då CRM utgör en begränsad del av koncernens totala verksamhet. Medianvärderingen för det analyserade urvalet uppgår till EV/S 6,0x, EV/EBITDA 21,2x och EV/EBIT 29,1x, vilket tydligt visar att CRM-bolag, särskilt de noterade på de amerikanska börserna, värderas på en högre nivå än motsvarande svenska aktörer.

Höga värderingar på börsens CRM-bolag

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	3 736,3	2 846,1	782,1	3,6x	-46,3	neg.	-71,7	neg.	-5,9%	-9,2%	23,3%
HubSpot Inc	NYSE	26 331,2	24 943,5	2 848	8,8x	126,5	197,2x	-68,2	neg.	4,4%	-2,4%	18,0%
Lime Technologies	Mid Cap	4 150,7	4 306,6	713,3	6,0x	220,0	19,5x	142,1	30,2x	30,8%	19,9%	19,7%
Microsoft Corp	Nasdaq	3 768 754,0	3 734 787,0	28 1724	13,3x	162 681,0	23,0x	128 528,0	29,1x	57,7%	45,6%	25,4%
Salesforce Inc	NYSE	230 709,6	224 670,6	39 502	5,7x	11 732,0	19,2x	8 381,0	26,8x	29,7%	21,2%	31,6%
Snitt		806 736,4	798 310,8	65 113,9	7,5x	34 942,6	64,7x	27 382,3	28,7x	23,4%	15,0%	23,6%
Median		26 331,2	24 943,5	2 847,9	6,0x	220,0	21,2x	142,1	29,1x	29,7%	19,9%	23,3%
Upsales	First North	548,9	528,4	148,1	3,6x	33,7	15,7x	24,1	21,9x	22,8%	16,3%	11,2%

Diagrammet nedan illustrerar värderingsnivåerna för amerikanska SaaS-bolag jämfört med genomsnittet för CRM-bolagen i det tidigare urvalet. Snittet för amerikanska SaaS-bolag uppgår till EV/S 6,3x, vilket kan jämföras med snittet för CRM-bolagen ovan som uppgår till 7,5x.

Värderingar inom amerikansk SaaS, 2008-idag (SaaS Capital Public Index)



Källa: SaaS CapitalSM

För att ge en rättvisande bild av värderingsnivåerna på den svenska marknaden har vi analyserat ett urval av noterade mjukvarubolag med återkommande intäktsmodeller. Bolagen handlas generellt till höga multiplar, med en medianvärdering om cirka EV/S 3,6x och EV/EBIT 26,6x för 2025.

Upsales värderas i linje med sektormedianen men fortsatt med en viss rabatt mot Lime Technologies, vilket vi bedömer vara det mest relevanta jämförelsebolaget givet likheter i affärsmodell, kundsegment och produktinriktning. Vi bedömer att detta värderingsgap kan minska över tid, i takt med att Upsales fortsätter leverera uthållig tillväxt och gradvis stärkt lönsamhet.

Svenska mjukvarubolag handlas (som alltid) högt

Bolag	Börsvärde	EV	EV/S				EV/EBIT				Nettoomsättning		EBITDA		EBIT	
			R12	2025	2026	2027	R12	2025	2026	2027	MSEK R12	Sy CAGR	Marginal	Sy CAGR	Marginal	Sy CAGR
Avtech	643,9	616,7	15,3x	11,9x	8,8x	7,1x	45,0x	26,6x	14,7x	11,5x	40,2	26,9%	48,3%	119,1%	34,1%	54,7%
Enea	1 519,5	1 706,7	1,8x	1,8x	1,8x	1,7x	15,8x	14,3x	12,1x	10,7x	905,7	-0,2%	29,8%	-1,8%	11,6%	-11,1%
Formpipe Software	1 497,5	1 469,6	2,7x	6,2x	5,7x	5,0x	80,1x	21,1x	15,0x	11,9x	549,6	6,4%	16,1%	-3,3%	3,3%	-19,2%
Lime Technologies	4 190,7	4 346,6	6,1x	5,9x	5,2x	4,6x	30,5x	30,5x	24,9x	20,6x	713,3	16,1%	30,8%	12,6%	19,9%	11,3%
Micro Systemation	1 127,3	1 079,4	2,6x	2,5x	2,2x	2,0x	27,1x	26,8x	17,2x	13,5x	407,4	5,6%	13,6%	6,3%	9,8%	6,9%
Observit	323,6	323,9	4,9x	3,6x	2,3x	1,6x	96,1x	41,2x	22,0x	12,7x	66,6	-	14,1%	-	5,1%	-
Opter	514,8	494,4	5,1x	-	-	-	23,8x	-	-	-	96,0	15,4%	21,7%	19,7%	21,7%	20,1%
Physitrack	312,2	354,6	2,1x	-	-	-	neg.	-	-	-	15,2	37,8%	-12,3%	-203,1%	-42,9%	-257,4%
Safature	196,4	170,7	3,0x	3,0x	2,7x	2,3x	neg.	15,3x	8,6x	-	57,4	21,7%	13,4%	18,6%	0,3%	14,9%
Truecaller	14 843,3	13 899,0	6,8x	6,7x	5,6x	4,6x	21,3x	20,9x	15,2x	11,8x	1 973,4	32,0%	35,0%	51,0%	32,1%	86,7%
Vertiseit	2 067,9	2 241,9	3,6x	3,1x	2,9x	2,7x	75,3x	50,0x	16,4x	13,6x	623,5	52,1%	12,5%	45,7%	4,8%	34,3%
Snitt	2 476,1	2 427,6	4,9x	5,0x	4,1x	3,5x	46,1x	27,4x	16,2x	13,3x	495,3	21,4%	20,3%	6,5%	9,1%	-5,9%
Median	1 127,3	1 079,4	3,6x	3,6x	2,9x	2,7x	30,5x	26,6x	15,2x	12,3x	407,4	18,9%	16,1%	15,6%	9,8%	13,1%
Upsales	548,9	528,4	3,6x	3,5x	3,2x	2,7x	21,9x	19,5x	16,7x	12,7x	148,1	14,5%	22,8%	13,1%	16,3%	21,3%

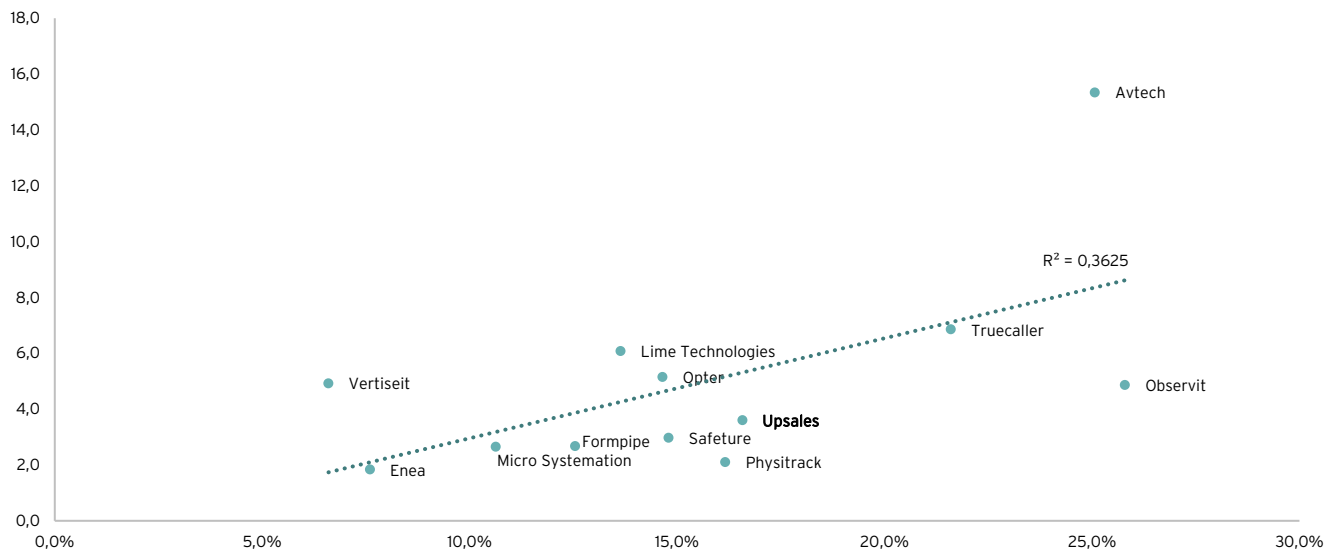
Källa: Factset, Kalqyl Research

Värdering i relation till peers

Ett relevant perspektiv är att jämföra hur Upsales nuvarande värdering förhåller sig till sina peers när tillväxttakten beaktas. Grafen nedan kombinerar jämförelsebolagens estimerade tillväxt för 2027E med deras EV/S LTM.

Analysen visar att Upsales positionerar sig under regressionslinjen, vilket tyder på att bolagets värdering i förhållande till peers på EV/S-nivå är låg i förhållande till vår prognostiserade tillväxttakt. Detta skapar utrymme för multipelexpansion om våra estimat införlivas.

Tillväxt 2027E mot EV/S LTM

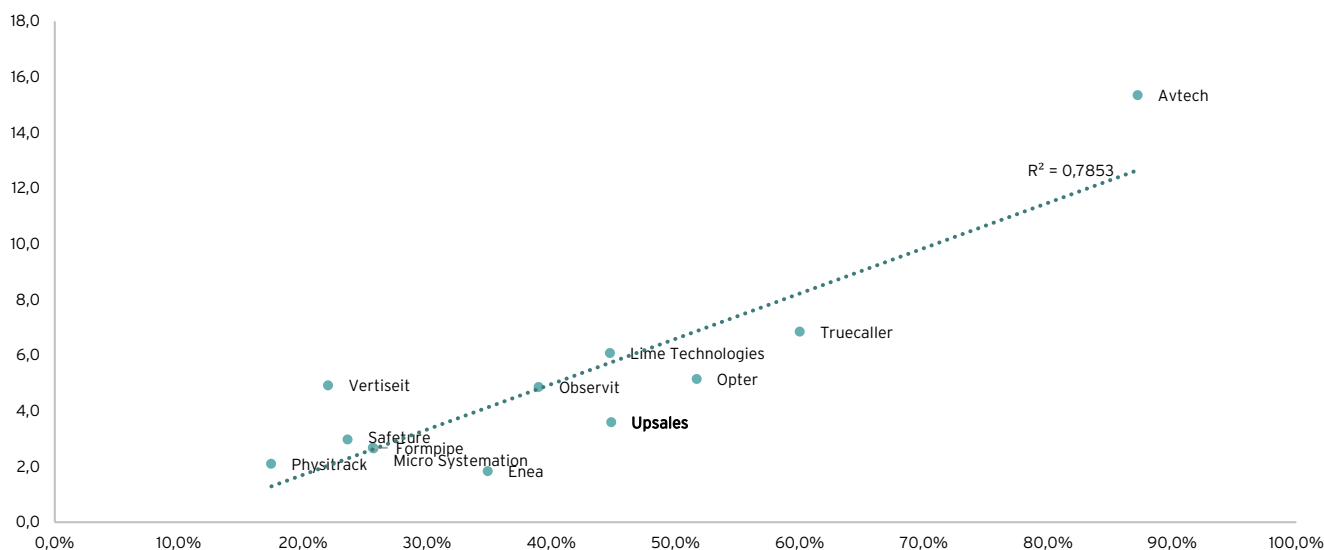


Källa: Factset, Kalqyl Research

Rule of 40 kombinerar omsättningstillväxt och EBITDA-marginal för att mäta hur väl ett SaaS-bolag balanserar tillväxt och lönsamhet. En tumregel är att ett värde över 40,0 % anses starkt, medan ett lägre värde signalerar en svagare kombination.

I diagrammet nedan ställs Rule of 40 i relation till EV/S (LTM) för jämförbara bolag. Bolag som ligger under trendlinjen kan betraktas som undervärderade, de på linjen som rimligt värderade och de över linjen som övervärderade i förhållande till sin tillväxt och lönsamhet. Upsales positionerar sig här attraktivt i jämförelse med flera peers, vilket indikerar att marknaden i nuläget kan underskatta bolagets potential.

Rule of 40 2027E mot EV/S LTM



Källa: Factset, Kalqyl Research

Estimat för 2025E

Under Q3'25 uppgick Upsales ARR till 147,7 MSEK, motsvarande en ökning med 6,8 % på årsbasis och en nettoaddering på 1,0 MSEK sekventiellt. Tillväxttakten fortsatte därmed att förbättras trots att tredje kvartalet säsongsmässigt är svagare, drivet av nyförsäljning och nykundsanskaffning. Bolagets tredje kvartal uppvisar ett tydligt säsongsmönster, där lägre personalkostnader under semesterperioden normalt bidrar till högre marginaler jämfört med övriga kvartal.

Inför Q4'25 förväntar vi oss att Upsales bibehåller sitt positiva momentum med sekventiell ARR-tillväxt, drivet av en fortsatt stark kundretention, Upsales AI och successiva uppgraderingar till Accelerate samt ökad nykundsaktivitet. Sammantaget indikerar utvecklingen under 2025 på högre tillväxt och marginaler, vilket stärker förutsättningarna inför 2026.

Estimat för 2025

<i>(MSEK)</i>	Q1A	Q2A	Q3A	Q4E	2025E
Nettoomsättning	36,1	37,4	38,2	39,0	150,6
<i>% y-o-y</i>	-3,2%	5,8%	7,0%	6,9%	4,0%
Aktiverat arbete	2,4	3,2	2,5	3,3	11,5
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,2	0,1	0,1	0,4
Summa intäkter	38,5	40,9	40,8	42,4	162,5
Rörelsekostnader	-32,2	-32,4	-27,4	-33,4	-125,3
<i>% y-o-y</i>	5,4%	6,9%	4,5%	0,3%	4,8%
EBITDA	6,3	8,5	13,4	9,0	37,2
<i>EBITDA-marginal</i>	17,5%	22,8%	35,1%	23,1%	24,7%
<i>% y-o-y</i>	-27,2%	26,9%	21,9%	63,8%	16,8%
Av- och nedskrivningar	-2,4	-2,5	-2,5	-2,7	-10,1
EBIT	3,9	6,0	10,9	6,3	27,2
<i>EBIT-marginal</i>	10,8%	16,1%	28,5%	16,2%	18,0%
<i>% y-o-y</i>	-39,5%	34,1%	24,2%	93,9%	18,1%

<i>(MSEK)</i>	Q1A	Q2A	Q3A	Q4E	2025E
ARR	144,7	146,7	147,7	151,5	151,5
<i>% y-o-y</i>	6,5%	6,6%	6,8%	6,8%	6,8%
<i>% q-o-q</i>	2,0%	1,4%	0,7%	2,6%	-
Prenumerationsintäkter	34,5	35,8	36,6	37,3	144,2
<i>% y-o-y</i>	1,0%	5,7%	5,0%	7,0%	4,7%
Konsultintäkter	1,6	1,6	1,6	1,6	6,4
<i>% y-o-y</i>	-49,0%	6,6%	87,8%	5,7%	-8,8%

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 marginalerna 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	2025E	2026E	2027E
Nettoomsättning	129,6	145,2	144,8	150,6	166,1	193,6
% y-o-y	39,1%	12,1%	-0,3%	4,0%	10,3%	16,6%
Aktiverat arbete för egen räkning	6,3	6,9	7,1	11,5	13,0	12,6
Övriga intäkter	3,7	0,5	0,2	0,4	0,2	0,2
Totala intäkter	139,5	152,7	152,1	162,5	179,4	206,4
EV/S	10,2	4,3	3,8	3,5	3,2	2,7
Rörelsekostnader	-103,9	-110,0	-120,3	-125,3	-134,4	-151,6
% y-o-y	26,0%	6,5%	9,2%	4,8%	9,2%	11,5%
EBITDA	35,6	42,6	31,9	37,2	44,9	54,8
EBITDA-marginal	27,5%	29,4%	22,0%	24,7%	27,0%	28,3%
% y-o-y	80,0%	19,6%	-25,2%	16,8%	20,7%	21,9%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-8,3	-8,9	-10,1	-13,4	-13,2
EBIT	28,5	34,4	23,0	27,2	31,6	41,6
EBIT-marginal	22,0%	23,7%	15,9%	18,0%	19,0%	21,5%
% y-o-y	126,5%	20,7%	-33,1%	18,1%	16,2%	31,8%
EV/EBIT	46,2	18,1	24,2	19,5	16,7	12,7

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

(MSEK)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
ARR	145,8	140,4	141,9	151,5	176,8	211,7
% y-o-y	30,4%	-3,7%	1,0%	6,8%	16,7%	19,7%
Prenumerationsintäkter	119,8	136,9	137,8	144,2	159,1	185,8
% y-o-y	41,2%	14,3%	0,6%	4,7%	10,3%	16,8%
Konsultintäkter	9,8	8,3	7,0	6,4	7,0	7,8
% y-o-y	17,6%	-15,2%	-15,8%	-8,8%	9,8%	11,5%

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 27,4x för innevarande räkenskapsår. För den grupp av bolag som helt eller delvis erbjuder CRM-lösningar uppgår snittvärderingen till 28,7x, där Upsales närmaste peer, Lime Technologies, värderas till 30,5x för innevarande år.

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 återgår till tillväxt.

Vi har valt att värdera Upsales baserat på en EBIT-multipel om 27x 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 117,8 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	27	41,6	117,8	1241,0	73,7
<i>Säkerhetsmarginal (30%)</i>	27	29,1	82,4	868,7	51,6

Börsvärdet om 1 241,0 MSEK för 2027E motsvarar en EV/ARR-multipel på 5,3x, i linje med 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
	2,26	126,1%	38,6%	1,58	58,3%	20,2%

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 %
20	949,8	56,4	73,0%	664,8	39,5	21,1%
21	991,4	58,9	80,6%	694,0	41,2	26,4%
22	1033,0	61,3	88,2%	723,1	42,9	31,7%
23	1074,6	63,8	95,8%	752,2	44,7	37,0%
24	1116,2	66,3	103,3%	781,3	46,4	42,3%
25	1157,8	68,8	110,9%	810,4	48,1	47,6%
26	1199,4	71,2	118,5%	839,6	49,9	52,9%
27	1241,0	73,7	126,1%	868,7	51,6	58,3%
28	1282,6	76,2	133,7%	897,8	53,3	63,6%
29	1324,2	78,6	141,2%	926,9	55,0	68,9%
30	1365,8	81,1	148,8%	956,0	56,8	74,2%
31	1407,4	83,6	156,4%	985,2	58,5	79,5%
32	1449,0	86,1	164,0%	1014,3	60,2	84,8%
33	1490,6	88,5	171,5%	1043,4	62,0	90,1%
34	1532,2	91,0	179,1%	1072,5	63,7	95,4%
35	1573,8	93,5	186,7%	1101,7	65,4	100,7%

Källförteckning

1. <https://www.upsales.com/globalassets/reports/aisales/ai-and-sales-2025-by-revenue-journal.pdf>
2. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/customer-relationship-management-crm-marketA>
3. <https://www.statista.com/outlook/tmo/software/enterprise-software/customer-relationship-management-software/worldwide>
4. <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/customer-relationship-management-market>
5. <https://www.fortunebusinessinsights.com/customer-relationship-management-crm-market-103418>
6. <https://www.technavio.com/report/crm-market-industry-analysisS>
7. <https://www.factmr.com/report/customer-relationship-management-market>
8. <https://www.marketresearchfuture.com/reports/crm-software-market-4943>
9. <https://www.theinsightpartners.com/reports/customer-relationship-management-market>
10. <https://www.precedenceresearch.com/customer-relationship-management-market>
11. <https://straitresearch.com/report/customer-relationship-management-market>
12. <https://www.expertmarketresearch.com/reports/customer-relationship-management-market>
13. <https://www.snsinsider.com/reports/customer-relationship-management-market-5529>
14. <https://www.polarismarketresearch.com/industry-analysis/customer-relationship-management-market>
15. <https://www.zionmarketresearch.com/report/customer-relationship-management-services-market>
16. <https://www.imarcgroup.com/customer-relationship-management-market>
17. <https://market.us/report/customer-relationship-management-crm-software-market/>
18. <https://www.industryarc.com/Research/Customer-Relationship-Management-Market-Research-500679>
19. https://www.researchandmarkets.com/report/crm?srltid=AfmBOoohSrp5StH6hYA49-mtFpQXNk6ZqzM-bcmokuVMeuk_L3I_qLGh
20. <https://www.inkwoodresearch.com/reports/customer-relationship-management-market/>
21. <https://www.verifiedmarketresearch.com/product/customer-relationship-management-market/>
22. <https://www.globalinsightservices.com/reports/crm-software-market/>
23. <https://career.upsales.com/jobs>
24. <https://www.saas-capital.com/the-saas-capital-index/>
25. <https://upsales.release-notes.io/>
26. <https://www.upsales.com/customers/>
27. <https://payquicker.com/direct-selling-trends/>
28. <https://web.archive.org/>
29. <https://storage.mfn.se/c67da672-b2b0-422e-8899-72b775ba44ba/upsales-arr-update-q3-2025.pdf>
30. Conference call Q3'24
31. Conference call Q2'23
32. Conference call Q1'24
33. Conference call Q3'23
34. Conference call Q3'22
35. Hubspot: Goldman Sachs Communacopia (9 september 2024)
36. Conference call Q4'24
37. Conference call Q1'25
38. Conference call Q4'22

Disclaimer

Kalqyl Analys Norden AB 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 och samtliga medarbetare i organisationen får ej handla värdepapper i kundbolag från och med det tillfälle som ansvarig analytiker initierar arbetet med den aktuella analysen, och till dess att analysen varit publicerad i 48h.

Intressekonflikt

Albin Eriksson äger inte aktier i det analyserade bolaget

Analysen är en uppdragsanalys