



ERIK PENSER BANK

Penser Access | Teknik | Sweden | 13 August 2020

Upsales

lönsamheten imponerar och tillväxtsatsning att vänta

Stark lönsamhet...

Omsättningen i Q2'20 uppgick till 18,3 mkr vilket var något lägre än våra estimat om 19 mkr. EBITDA under kvartalet uppgick till 5,1 mkr vilket var ca 1,9 mkr över våra estimat. EBITDA-marginalen uppgick till 27,7%. ARR uppgick till 75,5 mkr vilket var något över våra estimat om 73,5 mkr. Tillväxten i ARR uppgick till 16,7% y/y och 4% q/q. Tillväxten är relativt jämt fördelad mellan nya kunder och ökad ARPU.

...och försäljningsatsning...

Baserat på den starka marginalen och tillväxten justerar vi upp försäljningsestimaten under 2020 med 4% och EPS med 12%. 2021 höjer vi försäljningsestimaten med 3% och EPS med 7%. Vi bedömer att EBITDA-marginalen kommer sjunka de kommande kvartalen givet den satsningen på att utöka bolagets säljkår. Vi bedömer att tillväxten kan accelerera då onboarding blivit kortare och mindre tillpassning av produkten krävs.

...ger en höjning av motiverat värde

Mot bakgrund av den kraftiga uppvärderingen de svenska SaaS-bolagen sett och och våra estimatjusteringar höjer vi det motiverade värdet för aktien till 37-39 kr. I dagsläget handlar bolaget på en implicit WACC strax över 9%. Rabatten emot andra svenska mjukvarubolag uppgår till ca 30% på 2021 års estimat. På vårt motiverade värde är rabatten kring 10%. Vi sänker potentialen till medelhög och risken till låg.

Estimatändring (SEK)				Prognos (SEK)				Risk och Avkastning		
	Nu	Förr		19	20e	21e	22e	Motiverat värde	37.00 - 39.00	
EPS, just 20e	0.35	0.31	12.1%	Sales,m	68	81	106	126	Current price	SEK33.00
EPS, just 21e	0.65	0.61	6.8%	Sales Growth	7.9%	18.5%	31.7%	18.4%	Riskenivå	Low
EPS, just 22e	1.12	1.15	-2.5%	EBITDA, m	12.5	16.3	24.4	34	Kurspotential	Medium
				EBIT, m	3.6	7.4	16.4	26.1		
				EPS, adj	0.19	0.35	0.65	1.12		
				EPS Growth	NM%	78.0%	86.8%	73.8%		
				Equity/Share	1.2	1.6	2.2	3.3		
				Dividend	0.00	0.00	0.00	0.00		
				EBIT Marginal	5.3%	9.2%	15.5%	20.8%		
				ROE (%)	12.8%	22.1%	29.2%	33.7%		
				ROCE	5.7%	10.1%	19.0%	24.3%		
				EV/Sales	7.65x	6.46x	4.90x	4.14x		
				EV/EBITDA	41.5x	31.9x	21.3x	15.3x		
				EV/EBIT	144.8x	70.5x	31.7x	20.0x		
				P/E, adj	169.6x	95.3x	51.0x	29.4x		
				P/Equity	28.0x	22.0x	15.9x	10.9x		
				Dividend yield	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		
				FCF yield	1.2%	3.1%	2.7%	4.4%		
				Net Debt/EBITDA	(1.3)g	(1.9)g	(1.8)g	(1.8)g		

Kommande händelser		Kursutveckling 12 mån	
Q3'20 rapport	den 4 november 2020		

Bolagsfakta		Analytiker	
Antal aktier	16.6m	rikard.engberg@penser.se	
Market cap	549	Analysavdelningen	
Nettoskuld	(29)		
EV	520		
Free Float	31.00%		
Avg. No. of Daily Traded Sh.	50.0(k)		
Reuters/Bloomberg	Upsale SS		



Sammanfattning

lönsamheten imponerar och tillväxtsatsning att vänta

Investment Case

Upsales är ett SaaS-bolag som säljer och utvecklar CRM-system för små och medelstora bolag. Andelen små och medelstora bolag som använder sig av CRM är i dagsläget mycket lågt men vi ser både regulatoriska och affärsmässiga anledningar till att penetrationen av CRM kommer att öka.

Bolags profil

CRM-system – hög strukturell tillväxt

Marknaden för SaaS-baserade CRM-system i Norden väntas växa med ca 20% årligen de kommande åren. Vi ser framförallt tre anledningar till den accelererande tillväxttakten. De två främsta anledningarna till den högre tillväxttakten är dels regulatoriska krav då GDPR kräver att bolag har kontroll på kunddata och personuppgifter. Den andra drivkraften är att bolag ser stora affärsmässiga vinster med att börja använda sig av CRM-system. Den tredje är utfasningen av gamla licensbaserade system.

En blå ocean

I dagsläget har mindre än 50% av alla små och medelstora bolag ett CRM-system installerat. Av den installerade basen är dessutom en relativt stor del äldre on-premise-baserade system (system där kunden betalar i förskott för en licens). Vi bedömer att denna installerade bas under kommande år kommer ersättas av SaaS-lösningar. Vidare bedömer vi att de regulatoriska drivkrafterna som beskrivs ovan kommer att bidra till att användandet av CRM-system ökar då bolag nu riskerar böter om kunddata eller personuppgifter inte hanteras enligt lagen.

En attraktiv affärsmodell med starka nyckeltal

Upsales säljer sin mjukvara direkt genom en SaaS-lösning. SaaS eller software as a service innebär att mjukvaran säljs genom abonnemang. Vi ser detta som en mycket attraktiv affärsmodell då den genererar återkommande intäkter och höga bruttomarginaler. Vidare ser vi att Upsales historiskt har visat starka SaaS-relaterade nyckeltal i form av en hög andel återkommande intäkter av totala intäkter (Totala intäkter/ARR) och låg churn-rate (Upsales hade en churn under 10% 2018) vilket får ses som starkt för ett mjukvarubolag med inriktning mot SMEs (generellt anses en churn mellan 5-10% som starkt för denna typ av bolag). Vidare ser vi att bolaget enligt våra estimat har en kort payback-tid (under 1 år) vid kundanförskaffning vilket gör att vi tror att man har en bra prissättning samt effektivt marknadsförings- och säljarbete.

Värdering

Fortfarande potential på uppsidan

Upsales värderas nu till 549 mkr vilket indikerar en EV/EBITDA multipel på 21x på 2021 års estimat. Vi anser vi att bolaget kan uppvärderas lite närmare de svenska och internationella SaaS-bolagen då man har väldigt starka SaaS-relaterade nyckeltal.

Motiverat värde



ERIK PENSER BANK

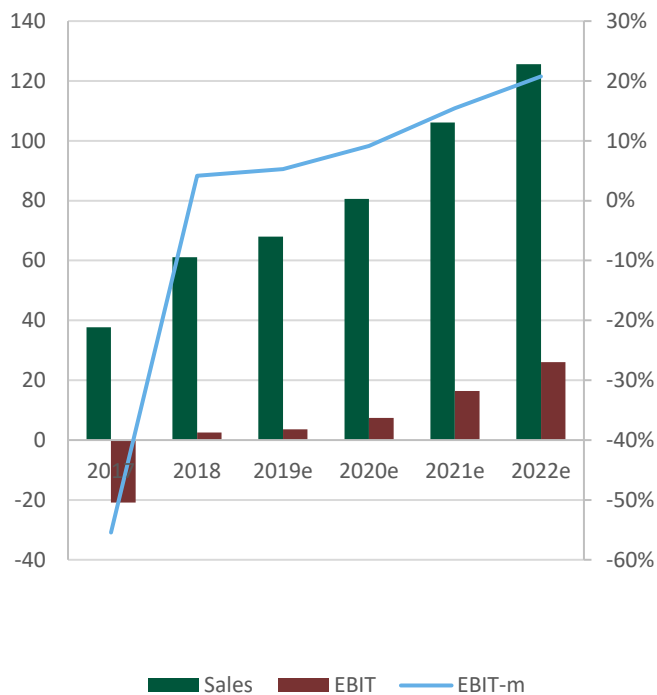
Penser Access | Teknik | Sweden | 13 August 2020

Sammanfattning

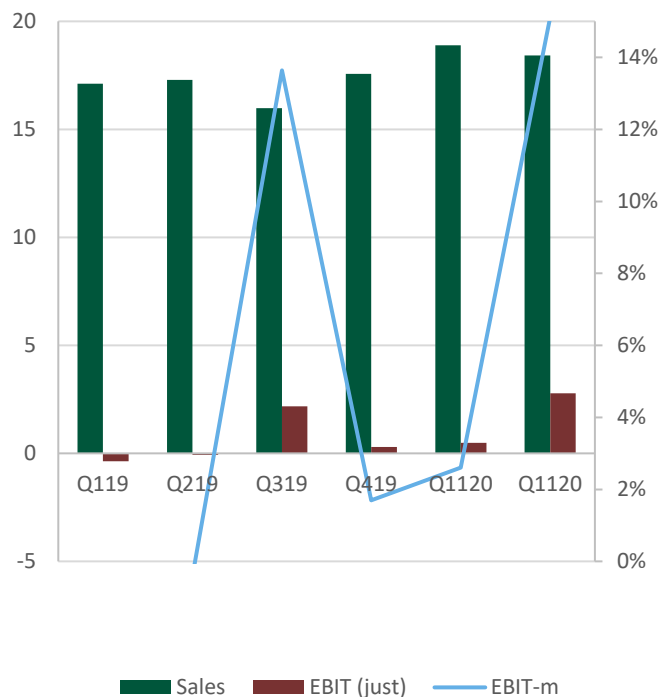
lönsamheten imponerar och tillväxtsatsning att vänta

Relativ värderingen i kombination med vår DCF analys gör att vi ser ett motiverat värde runt 37-39 kr vilket gör att vi ser en medelhög potential i aktien till en låg risk. Anledningen till att vi ser en låg risk är att risken i bolagets affärsmodell är låg då intäkterna är återkommande.

Sales and EBIT



Sales and EBIT (Quarterly)

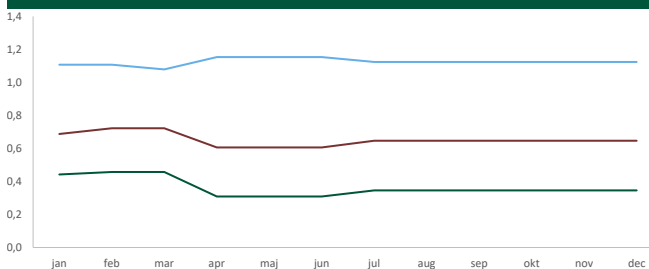


Bolagsfakta

Största aktieägare	Röster	Aktier
Daniel Wikberg	54,4%	54,4%
Swedbank Robur Fonder	8,0%	8,0%
Fibonacci Growth Capital	6,4%	6,4%
Tin Ny Teknik	3,9%	3,9%
Övriga	27,2%	27,2%

Ordförande	Tobias Fagerlund
Verkställande direktör	Daniel Wikberg
Finansdirektör	Elin Lundström
Investerarkontakt	Astrid Ståhl
Hemsida	https://www.upsales.com

EPS trend



Resultaträkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
Nettoomsättning						37,7	61,1	68,0	80,6	106,1	125,6
Övriga intäkter							0,0	0,0	0,0	0,0	4,0
Extraordinära intäkter											
Övriga externa kostnader						-21,8	-21,7	-27,8	-31,5	-32,0	-40,0
Personalkostnader						-28,0	-28,6	-31,8	-34,7	-49,7	-51,5
Övriga kostnader						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extraordinära kostnader											
Rörelseresultat (EBITDA)						-12,3	10,8	12,5	16,3	24,4	34,1
Avskrivningar						-8,6	-8,2	-8,9	-8,9	-8,0	-8,0
Goodwillnedskrivningar											
Resultat (EBIT)						-20,9	2,5	3,6	7,4	16,4	26,1
Extraordinära Poster						0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)						-20,9	2,5	4,4	7,4	16,4	26,1
Finanssella intäkter						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader						-0,9	-0,9	-0,2	0,0	-0,3	0,0
Resultat före skatt						-21,8	1,6	4,1	7,4	16,2	26,1
Skatter						3,3	-1,5	-0,7	-1,6	-5,1	-7,4
Minoritetsintressen						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoresultat Rapporterat						-18,6	0,1	3,4	5,8	11,1	18,7
Nettoresultat (just)						-18,6	0,1	3,4	5,8	11,1	18,7

Kassaflödesanalys

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
Nettoresultat Rapporterat						-18,6	0,1	3,4	5,8	11,1	18,7
Icke kassaflödespåverkande poster						5,4	9,7	8,8	8,9	8,0	8,0
Förändringar i rörelsekapital						18,9	-2,9	-0,2	4,2	-3,8	-2,9
Kassaflöde från den operationella verksamheten						5,7	6,9	12,0	18,9	15,2	23,8
Investeringar						-1,5	-0,4	-5,9	-3,9	-4,0	-4,0
Avyttringar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Fritt Kassaflöde						4,2	6,5	6,1	15,0	11,2	19,8
Utdelningar						0	0	0	0	0	0
Nyemission/återköp						0	0	27	0	0	0
Förvärv						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lånefinansiering och övriga justeringar						7,9	0,0	-25,0	0,0	0,0	0,0
Kassaflöde						12	6	7,7	15,0	11,2	19,8
Icke kassaflödespåverkande poster						0	0				
Nettoskuld (just)						12,7	16,1	-16,5	-31,6	-42,8	-62,6

Balansräkning

	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
TILLGÅNGAR											
Goodwill						0,0	0,0	0,0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar						26,0	22,8	19,4	14,4	10,4	6,4
Materiella anläggningstillgångar						1,8	1,6	1,9	1,9	1,9	1,9
Räntebärande anläggningstillgångar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Innehav i intresseföretag och andelar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga anläggningstillgångar						3,3	1,8	1,3	1,3	1,3	1,3
Summa anläggningstillgångar						31,0	26,2	22,6	17,6	13,6	9,57
Varulager						0	0	0	0	0	0
Kundfordringar						12,4	17,5	20,0	20,1	26,5	31,4
Övriga omsättningstillgångar						5,4	3,2	3,7	3,6	3,6	3,6
Likvida medel						7,0	8,9	16,5	31,6	42,8	62,6
Summa omsättningstillgångar						24,8	29,5	40,2	55,4	73,0	97,6
SUMMA TILLGÅNGAR						55,8	55,8	62,8	72,9	86,5	107,2
Eget Kapital och skulder											
Eget Kapital						-9	-9	20	26	37	56
Minoritetsintressen						0	0	0	0	0	0
Summa Eget Kapital						-8,8	-8,9	20,3	26,1	36,8	55,5
Långfristiga finansiella skulder						3,8	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pensionsavsättningar						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uppskjutna skatteskulder						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga långfristiga skulder						8,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa Långfristiga skulder						12,7	9,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Kortfristiga finansiella skulder						16,0	15,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Leverantörsskulder						3,1	3,8	3,6	8,1	10,6	12,6
Skatteskulder						0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0
Övriga Kortfristiga skulder						32,9	35,9	38,9	38,8	39,1	39,1
Summa kortfristiga skulder						51,9	55,5	42,5	46,8	49,7	51,6
Summa Eget Kapital och skulder						55,8	55,8	62,8	72,9	86,5	107,2

Aktiedata, värdering, tillväxt, marginaler och lönsamhet

Aktiedata	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
EPS, rapporterad						-1,21	0,01	0,17	0,35	0,65	1,12
EPS Justerad						-1,21	0,01	0,19	0,35	0,65	1,12
FCF/aktie						0,28	0,42	0,40	0,91	0,68	1,19
Utdelning/aktie						0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
EK/Aktie						-0,57	-0,58	1,33	1,57	2,22	3,34
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)						15,32	15,32	15,32	16,63	16,63	16,63
Värdering											
P/E, justerat						nmf	3417,1	149,0	83,7	44,8	25,8
P/EK						-50,4	-50,0	21,9	18,5	13,1	8,7
P/FCF						105,2	68,5	72,5	32,0	42,9	24,4
Direktavkastning						0%	0%	0%	0%	0%	0%
Utdelningsandel, justerad						0%	0%	0%	0%	0%	0%
EV/Sales						12,1	7,5	6,8	5,6	4,1	3,3
EV/EBITDA						-37,3	42,7	37,2	27,6	18,0	12,3
EV/EBIT						-21,9	181,8	106,1	61,1	26,8	16,1
Aktiekurs, årets slut											
EV, årets slut						456,9	460,3	465,7	450,6	439,4	419,6
Tillväxt och marginaler											
Omsättningstillväxt						nmf	62%	11%	18%	32%	18%
EBIT, tillväxt						nmf	-112%	73%	68%	122%	59%
EPS just, tillväxt						nmf	-101%	2193%	78%	87%	74%
EBITDA marginal						nmf	18%	18%	20%	23%	27%
EBIT marginal						nmf	4%	5%	9%	15%	21%
Skattesats						15%	92%	18%	22%	31%	28%
Lönsamhet											
ROE						nmf	-1%	17%	22%	30%	34%
ROCE						nmf	5%	7%	10%	19%	24%

Kvartalsvisa siffror

Resultaträkning	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220
Nettoomsättning				13,1	14,2	14,7	19,1	17,1	17,3	16,0	17,6	18,9	18,4
Aktiverat arbete				0,8	1,0	0,0	0,0	1,2	1,3	0,8	1,0	1,0	0,9
Övriga externa kostnader				-5,9	-5,3	0,0	0,0	-7,9	-8,5	-6,1	-7,7	-8,7	-6,9
Personalkostnader				-7,8	-7,5	0,0	0,0	-8,5	-8,7	-6,2	-8,3	-8,5	-7,4
Rörelseresultat (EBITDA)				0,2	2,4	14,7	19,1	1,9	1,4	4,4	2,5	2,8	5,1
Avskrivningar				-2,0	-2,1	0,0	0,0	-2,2	-2,2	-2,2	-2,2	-2,3	-2,3
Goodwillavskrivningar													
Resultat (EBIT)				-1,8	0,4	14,7	19,1	-0,4	-0,9	2,2	0,3	0,5	2,8
Extraordinära Poster				0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Justerat Resultat (EBIT)				-1,8	0,4	14,7	19,1	-0,4	-0,1	2,2	0,3	0,5	2,8
Finansiella intäkter				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader				0,0	0,0	0,0	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat före skatt				-1,8	0,4	14,7	19,1	-0,6	-0,3	2,2	0,3	0,5	2,8
Skatter				0,1	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,2	-0,3	-0,8
Minoritetsintressen				0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nettoresultat Rapporterat				-1,8	0,1	14,7	19,1	-0,5	-0,3	1,4	0,5	0,2	2,0
Nettoresultat (just)				-1,8	0,1	14,7	19,1	-0,5	-0,9	1,4	0,5	0,2	2,0

Tillväxt och marginaler

	Q118	Q218	Q318	Q418	Q119	Q219	Q319	Q419	Q120	Q220
Omsättningsstillväxt	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#REF!	31%	22%	9%	-8%	10%	7%
EBIT, tillväxt	nmf	nmf	#DIV/0!	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf	nmf
EBITDA marginal	2%	17%	100%	100%	11%	8%	28%	14%	16%	29%
EBIT marginal	nmf	2%	84%	109%	nmf	nmf	12%	2%	3%	16%

Denna publikation (nedan "Publikationen" har sammanställts av Erik Penser Bank (nedan "Banken") exklusivt för bankens kunder. Innehållet har grundats på information från allmänt tillgängliga källor vilka bedömts som tillförlitliga. Sakinnehållets riktighet och fullständighet liksom lämnade prognoser och rekommendationen kan således inte garanteras. Banken kan låta medarbetare från annan avdelning eller analyserat bolag (nedan "bolaget") läsa fakta eller serier av fakta för att få dessa verifierade. Banken lämnar inte i förväg ut slutsatser eller omdömen i Publikationen. Åsikter som lämnats i Publikationen är analytikerns åsikter vid tillfället för upprättandet av Publikationen och dessa kan ändras. Det lämnas ingen försäkran om att framtida händelser kommer att vara i enlighet med åsikter framförda i Publikationen.

Informationen i Publikationen ska inte uppfattas som en uppmaning eller råd att ingå transaktioner. Informationen tar inte sikte på enskilda mottagares kunskaper och erfarenheter av placeringar, ekonomiska situation eller investeringsmål. Informationen är därmed ingen personlig rekommendation eller ett investeringsråd.

Banken fransäger sig allt ansvar för direkt eller indirekt skada som kan grundas på denna Publikation. Placeringar i finansiella instrument är förenade med ekonomisk risk. Placeringen kan öka eller minska i värde eller bli helt värdelös. Att en placering historiskt haft en god värdeutveckling är ingen garanti för framtiden.

Potential och risk

Banken använder sig av en rad olika värderingsmodeller för att värdera finansiella instrument. Bland dessa finns kassaflödesmodeller, multipelvärdering samt styckningskalkyler. Väsentliga antaganden för värderingen baseras på vid var tid tillgänglig marknadsdata.

Den i Publikationen lämnade analysen har utförts i enlighet med villkoren för tjänsten "Penser Access" som Banken utför åt analyserat bolag. Banken erhåller ersättning för nämnda tjänst från det analyserade bolaget.

Vi klassificerar aktien enligt skalan Hög, Medel, Låg utifrån en tvådimensionell modell bestående av potential och risk.

Banken relaterar potentialen till vedertagna värderingsmetoder givet ett enligt oss rimligt scenario för bolagets framtida utveckling. I det här sammanhanget definierar vi låg potential som maximalt 10% förväntad totalavkastning den kommande tolv månadersperioden. För att aktien skall erhålla klassificeringen Hög potential krävs det att vi ser en totalavkastning på minst 50%. Denna kan dock ligga ett par år bort i tiden.

Vad gäller risk analyserar vi ett antal kända parametrar som är relevanta för bolaget. En generell riktlinje för att klassificeras som låg risk är att bolaget har positivt kassaflöde och att ingen enskild faktor påverkar omsättningen mer än 20%. Motsvarande generella beskrivning av hög risk är att bolaget inte nått positivt kassaflöde alternativt att en enskild faktor påverkar omsättningen mer än 50%.

Potential- och riskklassificeringen uppdateras kontinuerligt.

Klicka <https://www.penser.se/historiska-analysrekommendationer/> för att se historik över investeringsrekommendationer från Banken.

Allmänt

Bankens medgivande krävs om hela eller delar av denna Publikation mångfaldigas eller sprids. Publikationen får inte spridas till eller göras tillgänglig för någon fysisk eller juridisk person i USA (med undantag av vad som framgår av Rule 15a – 16, Securities Exchange Act of 1934), Kanada eller något annat land som i lag fastställt begränsningar för spridning och tillgänglighet av materialets innehåll.

Banken har utarbetat en Etikpolicy samt en Intressekonfliktpolicy. Dessa syftar till att förebygga och förhindra intressekonflikter mellan kunders intressen och avdelningar inom Banken. Sättet som Banken använder för att förebygga intressekonflikter är bl. a. restriktiva kommunikationer (Chinese Walls). Analysavdelningen är fysiskt belägen avskild från Corporate Finance-avdelningen, som sitter i egen lokal. Corporate Finance-avdelningen får inte delta i framtagandet eller lämna synpunkter på en publikation. Det kan dock, från tid till annan, föreligga ett uppdragsförhållande eller rådgivningssituation mellan ett bolag som förekommer i en Publikation och någon annan avdelning i Banken än Analysavdelningen. Banken har utarbetat interna restriktioner för när anställdas handel får ske i ett finansiellt instrument som är föremål för Investeringsrekommendation.

Från tid till annan utför Banken uppdrag för ett bolag som är omnämnt i en publikation. Banken kan bl. a. vara rådgivare eller emissionsinstitut, till bolaget eller likviditetsgarant i ett av bolagets värdepapper. Om så är fallet har det angivits i Publikationen. Banken, dess ägare, styrelseledamöter eller anställda kan äga aktier i omnämnt bolag. Alla anställda i Banken ska redovisa sina innehav i värdepapper samt alla transaktioner. Banken och dess anställda följer svenska fondhandlarföreningens riktlinjer för anställdas affärer. Den analytiker som har utarbetat en Investeringsanalys som avses i 11 kap. 8 § FFFS 2007:16 och andra som medverkat i detta arbete får inte för egen räkning handla i berörda Finansiella Instrument eller med därtill relaterade Finansiella Instrument i strid med gällande rekommendation. Bankens Compliance-avdelning övervakar anställdas transaktioner.

Banken betalar lön till analytiker som även kan bestå av vinstdelning av Bankens resultat men aldrig knutet till en annan avdelnings ekonomiska resultat. Varken Banken eller de personer som sammanställt denna publikation har innehav (varken långa eller korta) i analyserat bolags emitterade finansiella instrument överstigande 0,5 % av det analyserade bolagets aktiekapital.

För det aktuella bolaget utför Banken även analys i enlighet med villkoren för den kostnadsbelagda tjänsten "Penser Access". Klicka här <https://epaccess.penser.se/> för mer information om tjänsten.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn.

Erik Penser Bank (*publ.*)

Apelbergsgatan 27 Box 7405 103 91 STOCKHOLM

tel: +46 8 463 80 00 fax: +46 8 678 80 33 www.penser.se