



This report was completed and disseminated 25 June 2019: 0700 CET

Upsales

Exponering mot en uppåtgående trend

Nytäckning ☒Rapport ☐Viktig händelse ☐

Risk och avkastningspotential

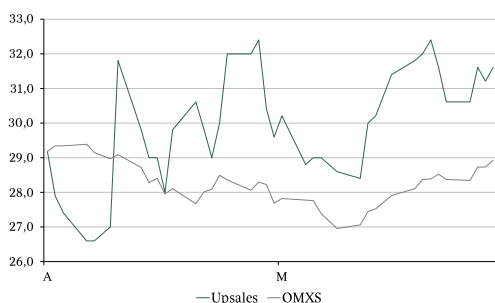
Kurspotential	Hög
Riskenivå	Medel
Kurs	31,20
Högsta/Lägsta (12M)	32,40/26,60
Antal aktier (m)	16,6
Börsvärde (SEKm)	478
Nettoskuld (SEKm)	-28
Enterprise Value (SEKm)	450
Reuters/Bloomberg	-/upsale SS
Listning	First North

Estimat och värdering (SEK)

	2018	2019E	2020E	2021E
Försäljning	61	77	97	124
EBITDA	11	11	17	25
EBIT	2	4	12	20
Vinst f. skatt	2	4	12	20
EPS, just.	0,00	0,24	0,55	0,87
EK/A	-0,58	-0,33	0,20	1,05
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00
V/A Tillv.	NM	5 351,7	126,5	59,1
EBIT Marg.	4,0	5,7	12,9	16,1
ROE	-0,8	-47,3	-804,6	136,5
ROCE	-23,9	-44,0	-106,7	-178,0
Nettoskuld/EK	-0,03	1,12	-4,55	-1,61
EV/Fsg.	-	5,70	4,97	3,89
EV/EBITDA	-	39,4	27,6	19,3
EV/EBIT	-	99,1	38,6	24,1
P/E, just.	-	126,4	55,8	35,1
P/EK	-	NM	154,23	29,13
Direktavk.	-	0,0	0,0	0,0

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Kursutveckling, 12 månader



Källa: FactSet

Datum	Händelse	Plats
14/08/2019	Q2-rapport	

Se sista sidan för disclaimer.

En växande marknad...

Upsales utvecklar SaaS-baserad CRM-mjukvara till små och medelstora bolag i Sverige och har som plan att expandera internationellt. I Sverige ser vi en marknad som väntas växa ca 20% de kommande åren. Denna tillväxt har framförallt två drivkrafter. Den första är att bolag har börjat se de affärsmässiga fördelarna med att använda sig av CRM-system. I dagsläget sig mindre än 20% av alla små och medelstora bolag sig av ett SaaS-baserat CRM-system. Vi ser att GDPR som infördes i maj 2018 kommer att öka CRM-användandet då GDPR innebär ett regulatoriskt krav för bolag att hantera personuppgifter och kunddata i linje med de nya regulatoriska riktlinjerna. Genom att använda sig av CRM-system kan ett bolag se till att inga personuppgifter sparas på ett felaktigt vis.

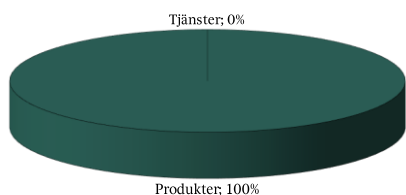
...bidrar till starka nyckeltal...

Upsales visade vid sin börsnotering en churn-rate på under 10% vilket får anses vara starkt för ett SaaS-bolag med inriktning mot SMEs. 10% brukar ses som en bra siffra, vi uppskattar dessutom att Upsales har en payback-tid för nya kunder som är något kortare än ett år vilket är en stark siffra enligt branschbedömare. Bolaget har även visat en stark historik då man ökat ARR (Annual Recurring revenue) varje år sedan bolaget grundades och med en CAGR om ca 20% sedan 2014. Baserat på de historiska nyckeltalen tror vi att bolaget kommer klara av att nå sitt mål om att öka ARR med 30% årligen de kommande åren.

...och ger ytterligare potential

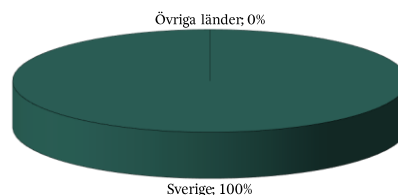
Upsales värderas i dagsläget med en rabatt mot både internationella SaaS-bolag och strax under snittet för svenska liknande bolag. Vi anser att Upsales har möjlighet att minska detta gap då man visar starka operationella nyckeltal, främst i form av en hög andel återkommande intäkter och en hög kvot ARR/intäkter. Det gör att vi ser ett motiverat värde i spannet 34-37 kr vilket ger en hög potential till en medelhög risk.

Upsales – Försäljning per segment



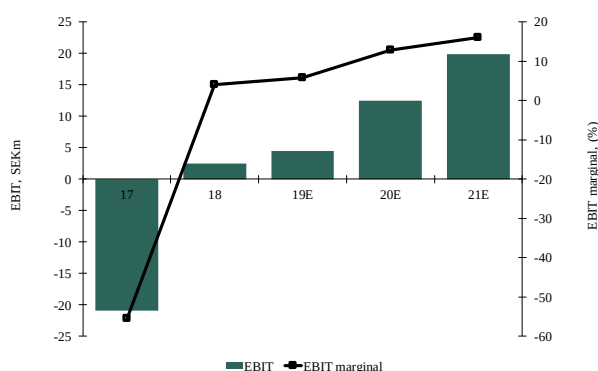
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Försäljning per marknad



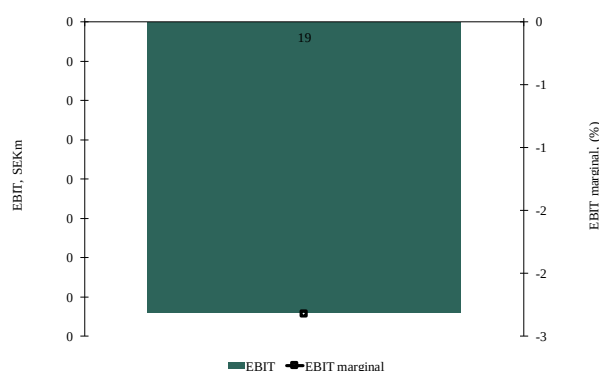
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Resultatutveckling, helår



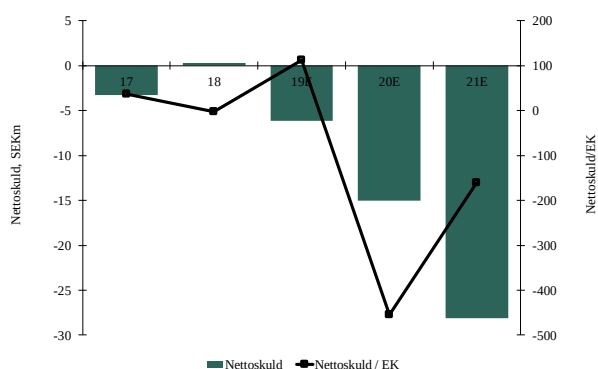
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Resultatutveckling, kvartal



Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Finansiell ställning



Notera att negativa siffror indikerar nettokassa
Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Aktiestruktur, ledning

Börsvärde (SEKm)	484	
Antal utestående aktier (m)	15,3	
Genomsnittligt antal aktier handlade per dag (000s)	75	
Fritt handlade aktier	29,0%	
Största aktieägare	Röster	Aktier
Daniel Wikberg	64,6%	64,6%
Swedbank Robur Fokus	6,5%	6,5%
Fibonacci Growth Capital	2,0%	2,0%
Comfocus AB	2,0%	2,0%
Övriga	25,0%	25,0%
Ordförande	Tobias Fagerlund	
Verkställande direktör	Daniel Wikberg	
Finansdirektör	Elin Lundström	
Investerarkontakt	Elin Lundström	
Telefon / Internet	08-50580600 / https://www.upsales.com/	
Nästa rapport	14 August 2019	

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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. Vidare gillar vi Upsales affärsmodell – att endast sälja mjukvaran som en SaaS-lösning. Detta ger upphov till höga återkommande intäkter och en stabil bas att växa ifrån. Sammanfattningsvis ser vi en hög potential i Upsales till en medelhög risk.

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 (under 1 år) tid vid kundanförskaffning vilket gör att vi tror att man har en bra prissättning samt effektivt marknadsförings- och säljarbete.

Fortfarande potential på uppsidan

Upsales värderas nu till 516 mkr vilket indikerar en EV/Sales multipel på 5x på 2020 års estimat. Vi anser att bolaget kan uppvärderas lite närmare de internationella SaaS-bolagen då man har väldigt starka SaaS-relaterade nyckeltal. Det gör att vi ser ett motiverat värde runt 34-37 kr vilket gör att vi ser en hög potential i aktien till en medelhög risk. Anledningen till att vi ser en medelhög risk är att risken i bolagets affärsmodell är låg då intäkterna är återkommande. Vidare ser vi inget kapitalbehov i bolaget då kassaflödet är positivt.

Marknad

Den nordiska CRM-marknaden

2017 var intäkterna från den globala CRM-marknaden USD 39,5bn och tillväxten var ca 16%. CRM-system är den snabbast växande mjukvarukategorin på marknaden. En bredare marknad, marknaden för Enterprise Software väntas enligt EY växa med 14% årligen till år 2025.

Den nordiska CRM marknaden för SMEs uppgick till ca 4 mdkr 2018 och väntas växa med ca 12% de kommande åren. SaaS-baserade lösningar väntas dock växa med en CAGR om ca 20%. Detta är en acceleration av tillväxten under perioden 2014-2017 då marknaden växte med en CAGR på ca 10%. Vi bedömer följande drivkrafter till den högre tillväxttakten:

Digitalisering

En genomgående trend i samhället är den ökade digitaliseringen. Digitalisering innebär att fler processer rör sig ifrån äldre analoga system till mer digitala. I fallet kring CRM-system innebär detta att efterfrågan på sälj- och lead-genereringsprocesser blir automatiserade och att lagring av information sker på ett effektivt och digitalt vis. Det innebär även att systemen kan hantera mer än kunddata och kommunicera med olika ERP-system. Ytterligare en aspekt som faller under digitalisering är automatisering, t.ex. att fakturor genereras automatiskt vid avslut hos säljare.

Regulatoriska drivkrafter

Den 25 maj 2018 började EU-direktivet The General Data Protection Regulation (GDPR) att gälla. Lagen reglerar i korthet hur bolag får hantera privatpersoners personuppgifter. Med personuppgifter innefattas all data som kan knytas till en fysisk person och med personuppgifter menas namn, personnummer, foto, e-postadress, IP-adress, web cookies etc. Behandling av personuppgifter innefattar insamling, registrering, organisering, lagring etc.

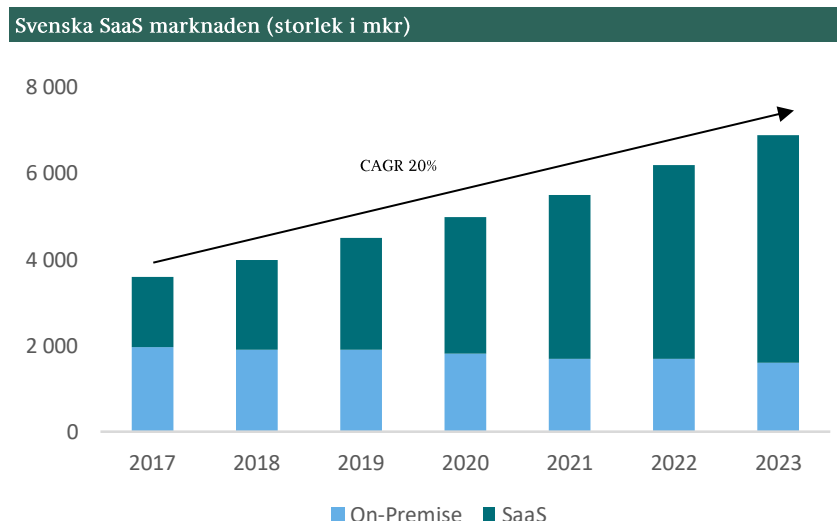
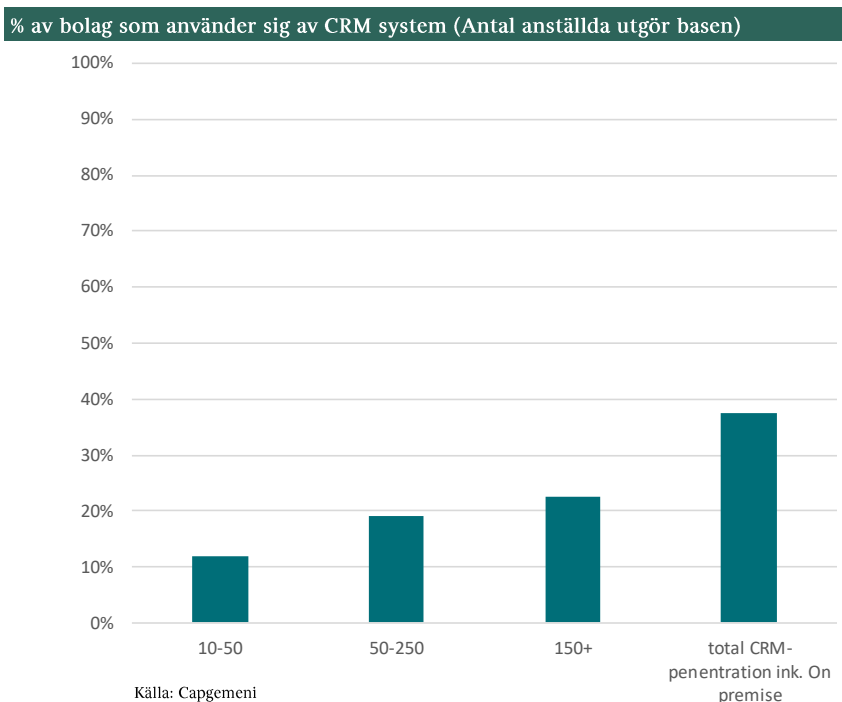
En nyckelaspekt i regleringen är den s.k. rätten att bli glömd vilket innefattar att en person meddelar ett företag eller organisation att samtliga personuppgifter kring personen ska tas bort.

Påföljden för brott mot GDPR är tämligen skarpa och kan innefatta böter om upp till 4% av omsättningen upp till EUR 20m. Inga större böter har dock utdömts i Sverige sedan införandet av lagen.

Vi ser införandet av GDPR som en av de starkaste drivkrafterna bakom tillväxten i CRM system. Anledningen är att bolag får regulatoriska krav på att visa hur man dokumenterar och hanterar personuppgifter. Tidigare har företag klarat sig med egenbyggda enkla system för hantering av personuppgifter men, när krav som rätten att bli glömd införs blir det svårare för bolag att utveckla egna system. Vidare är den monetära risken om GDPR reglerna bryts stor vilket gör att bolag ser CRM-system som en investering i regelefterlevnad.

Övergången till SaaS betalning samt ökad penetration

Vi bedömer att 55-65% av alla bolag i Sverige saknar ett inköpt CRM-system, där små och medelstora bolag utgör den största andelen. Vi bedömer att anledningen till detta är att denna typ av bolag ofta har "ad-hoc"-lösningar där kunddata och säljarbete dokumenteras manuellt och utan speciella rutiner. Detta gör att bolagen får svår att följa GDPR. Det gör dessutom personalskiften i bolagen svåra då kunddata och relationer är kopplade till personer snarare än system.



Källa: Capgemini

Bland de bolag som har CRM-system går det att se att penetrationen av SaaS-lösningar är relativt låg och att on-premise-mjukvara fortfarande står för en stor del av den installerade basen CRM-system. Vi bedömer att konverteringen ifrån on-premise till mer SaaS-baserad mjukvara kommer vara en drivkraft för tillväxten i CRM-system framöver.

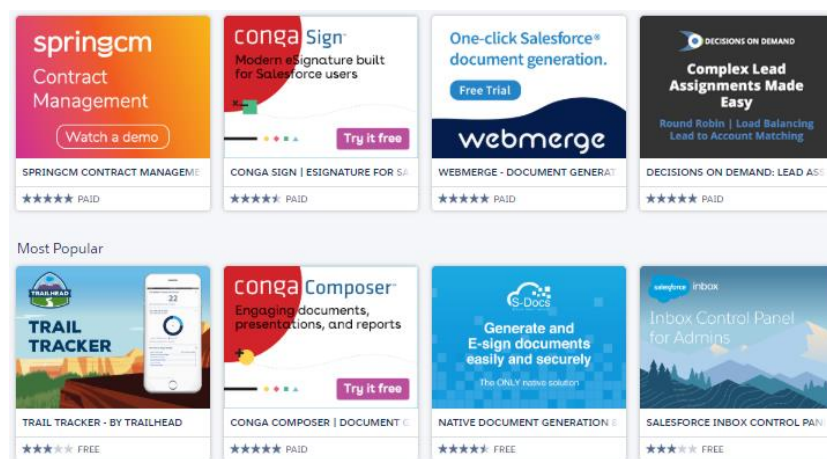
Övergången från on-premise till SaaS innebär också att antalet bolag som kommer kunna införskaffa CRM system ökar då en SaaS-licens inte innebär en lika stor investering som införskaffandet av on-premise-licenser gör. Detta gör att införskaffandet av CRM-system flyttas från CAPEX-budgetar till att klassas som OPEX vilket innebär andra möjligheter i företagets budgeteringsprocess. Capgemini bedömer att SaaS-lösningar kommer att stå för 75% av omsättningen inom CRM år 2023. Som det går att observera ovan har SaaS-baserade lösningar en CAGR på ca 20% medan on-premise-baserade system sjunker något.

Affärsmässiga grunder

Ytterligare en drivkraft bakom beslutet att införskaffa CRM-system är att studier visar att det ökar försäljningen. Detta genom bla. automatisering och bättre hantering av leads.

Trender inom CRM-system

En trend inom CRM-System är egna app stores där tredjeparts-appar och funktioner säljs för att integreras i CRM-systemet. Ledande inom detta är Salesforce med sitt AppExchange. På Appexchange säljs appar från andra utvecklare än Salesforce, de har dock en gemensam sak, alla är integrerade eller öppna för integration med Salesforce. Genom att dels ta betalt för transaktionen och integrera flera appar stärker Salesforce sin position på marknaden för CRM-system. Nedan följer en skärmdump från Salesforce Appstore.



Ytterligare två starka trender inom CRM system är gamification och casualification. Den första innebär att man bygger ett lek/tävlingsmoment kring arbetsuppgifter genom att t.ex. samla poäng för avslut och samtal. Detta har blivit ett vanligt inslag i många CRM-system.

Den andra trenden innebär att man lånar aspekter ifrån mjukvara/tjänster riktad emot konsumenter och implementerar detta B2B. De tydligaste exemplet på detta är Slack som utvecklat ett chatverktyg som alternativ till interna företagsmail.

Produkt -Vad är ett CRM system?



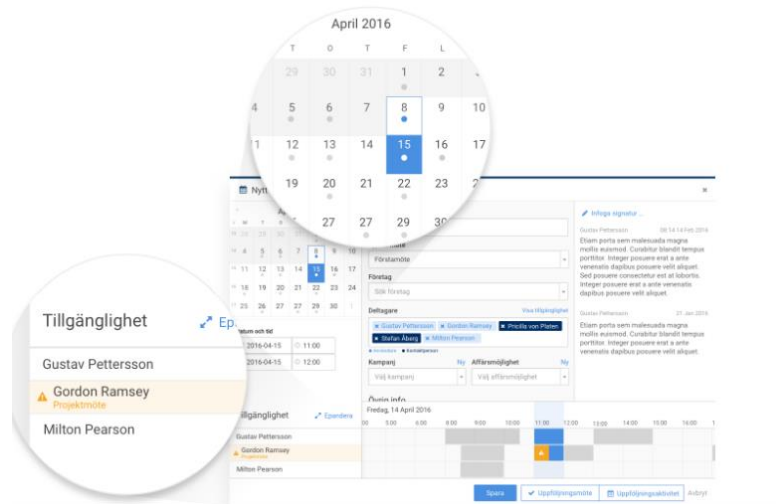
Produkt och erbjudande

Upsales har sedan starten 2003 erbjudit CRM-system och andra verktyg för att underlätta försäljning. Nedan följer en kort beskrivning av CRM-system och sedan Upsales produkter kopplade till CRM-systemet som modulen för automatiserad marknadsföring och analysverktyget.

CRM-system

CRM eller customer relationship management systems är system för att kartlägga och bearbeta relationer med kunder och potentiella kunder för företag. Genom att logga kontaktuppgifter blir försäljningsarbetet betydligt lättare och går snabbare. Ett exempel på en produkt som Upsales tillhandahåller som möter detta behov är bolagets dynamiska kalendertjänst Upsales Möten. Nedan ett exempel av produkten Upsales Möten.

ilendertjänsterna, Lex Google & Exchange.



En central del av Upsales är produkten/funktionen Säljtavlan. Produkten hjälper en säljavdelning att kontrollera pipelinen och se vilka stadier av processen som olika affärer befinner sig i. Produkten är även ett exempel på gamification vilket är en nyckeltrend inom mjukvarusektorn.

En annan viktig funktion i Upsales erbjudande är hanteringen av event. Genom att checka in deltagare vid ankomst/sköta inbjudningar kan kunder spetsa sin marknadsföring.

Förutom att kartlägga aktiviteter erbjuder Upsales ett verktyg för att hitta potentiella affärer genom företagsdatabasen. Företagsbasen innehåller data ifrån Bisnode om företag (bransch, finansiell data, nyckelpersoner etc) och gör det möjligt för kunder att söka upp potentiella prospekts.

En viktig funktion i Upsales produkt är relativt öppna APIs. Detta innebär att en kund enkelt kan integrera sina affärs-/ekonomisystem med Upsales CRM-system. Upsales system är relativt öppet vilket gör att integrering kan ske relativt billigt och snabbt. I vissa fall sker integreringen i två steg, först en enklare integrering som är gratis och sedan säljs en full integrering till kunden som en tilläggstjänst.

En annan funktion som Upsales har i sitt CRM-erbjudande är en tjänst för att övervaka ett bolags abonnemangsstock. Denna produkt hjälper ett mjukvarubolag att övervaka churn-rate, skötta fakturering och beräkna Customer LTV (kundvärde över dess livscykel).

GDPR stöd

Sedan införandet av GDPR i maj 2018 erbjuder Upsales ett GDPR-stöd för sina kunder. Detta innebär att bolaget hjälper sina kunder att följa regelverket. Exempel på tjänster är enkla hjälpmedel för att få kunders samtycke (t.ex. tydliga val att acceptera personuppgiftsdelning i utskick), anonymisering av en kund/prospekt om denne önskar det och möjlighet att snabbt göra ett utdrag på vilken data som finns lagrad om en person, som det nya reglerna ställer krav på. Detta krav hade varit mycket svårt att tillgodose utan ett traditionellt CRM-verktyg.

Marketing Automation

Den andra delen i Upsales erbjudande är Marketing Automation. Produkten innebär att Upsales CRM-system agerar proaktivt och föreslår affärer/leads till användaren. Genom att t.ex. vara sammankopplat med Bisnodes databas för företagsdata kan Upsales segmentera och föreslå affärer i realtid.

Ytterligare ett verktyg Upsales erbjuder inom ramen för Marketing Automation är att logga ett bolags hemsida och sedan föreslå affärer baserat på vilka som besöker hemsidan. Detta kombineras med tjänsten beskriven ovan vilket gör det möjligt för Upsales att föreslå potentiella prospekts baserat på vilka IP-adresser som besöker kundens hemsida. Detta paras sedan ihop med de verktygen som ovan nämnts. Genom att formulera tydliga landningssidor med kan data samlas in i enlighet med GDPR-reglerna.

Dessa tjänster kombineras sedan med ett verktyg för riktad B2B vid namn Engage. Engage gör det möjligt att rikta B2B marknadsföring över internet segmenterad på tex. geografi eller data ifrån landningssidor som presenterat ovan.

Dessa tjänster kombineras sedan med Upsales BI-lösning vid namn Insights. Insights är en full BI lösning där användare kan skäddarsy rapporter om hur säljprocessen går ifrån lead till avslut. Tjänsten ger möjlighet att lämna försäljningsprognoser i realtid, något som uppskattas av användare.

APIer

En nyckel för att lyckas som mjukvarubolag i den konkurrens som nu råder är att bolaget har möjlighet att integrera sin produkt med andra program

via s.k. APIer. Upsales jobbar med tämligen öppna APIer och Upsales tjänster är möjliga att integrera med vanliga ekonomi- och faktureringsystem. Även kommunikationsverktyg likt Slack går att väldigt lätt att integrera i Upsales. För integrering jobbar Upsales med en freemium-modell där integrationen sker i två steg, ett gratis och ett som sker till en kostnad.

Detta sker i en modul som kallas Upsales App Directory. App Directory liknar Salesforce App Exchange där användare kan ladda ned appar och genom Upsales APIs integrera dem direkt. Många appar är s.k. freemium appar som är gratis men för mer avancerade funktioner krävs betalning. I App Directory finns både egenutvecklade appar och appar ifrån 3e parts utvecklare.

Olika typer av licenser

Upsales säljer sin produkt med 4 stycken olika priser/licenser. Nedan följer en presentation av varje steg samt hur mycket de kostar.

Launch: Detta är instegsabonnemanget för kunder med upp till 10 säljare. Priset är 3 900 kr/månad vilket inkluderar 5 stycken användare. En extra användare kostar 695 kr/månad. Produkten innehåller ett CRM-system samt vissa enklare marknadsföringsfunktioner som t.ex. massutskick och webbsidebesök.

Growth: Growth kostar 15 900 kr i månaden och innefattar 20 användare. Varje extra användare kostar 995 kr. Produkten är anpassad till organisationer med 10-20 säljare. Basen i growth är samma som i Launch men, utöver grundfunktionerna innehåller growth mer marknadsföringsapplikationer.

Gazelle: abonnemanget kostar 39 000 kr i månaden och omfattar 30 användare. Därefter kostar en extra användare 1 495 kr i månaden. Gazelle infattar samtliga analys och "Marketing Automation"-moduler.

Leader: 100 000 kr mer per månad och innefattar 50 användare. Varje extra användare kostar sedan 1 995 kr i månaden. Abonnemanget innefattar allt som finns i Gazell samt flertalet koncernfunktioner.

Utöver dessa abonnemang har Upsales sedan i maj 2018 inlett ett samarbete med Fortnox. Samarbetet innefattar ett "light CRM" inriktat mot småföretagare. Maximalt antal användare är 5 st vilket inte gör det till en direkt konkurrent till licenserna ovan. Det gör det dock möjligt för Upsales att nå en stor marknad för små och mikroföretag.

Positionering emot konkurrenter

Bolag	Fokus	Leveransmodell		Funktionalitet				
		SaaS	On Premise	Marketing Automation	Kampanjmotor	Mobil	Analys	Lead Gen.
Upsales	SMEs	✓	X	✓	✓	✓	✓	✓
Lime Technologies	SMEs (Energi, fastighet, konsult, grossist)	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Microsoft Dynamics	Medelstora och storbolag	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Salesforce	Medelstora och storbolag	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
SAP	Storbolag	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Oracle	Storbolag	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓

Ovanstående är en schematisk bild för vilka funktioner Upsales erbjuder samt hur de är positionerade mot några av sina konkurrenter. Värt att notera är att man erbjuder liknande funktioner som de stora marknadsledande aktörerna men, till ett lägre pris och mer anpassat för små/medelstora bolag. Av bolagen nämnda ovan är Lime den mest direkta konkurrenten. Vi bedömer dock dessa två bolag vara aktiva i olika fokusvertikaler. Nedan följer en bild som visar hur Upsales förhåller sig till konkurrenter baserat på de olika abonnemangslösningarna.

	Mikroföretag	Småföretag	Små SMEs	Större SMEs	Storföretag
Antal licencer	1-5 säljare	5-10 säljare	20-50	50+	200+
Standardisering	Standardprodukt utan tillpassning		Viss tillpassning sker		Konsulter/återförsäljare används
Segment	Fortnox	Launch	Growth	Gazelle	Leader
Konkurrenter	Nischaktörer 		 	 	  

Bolagsstyrning

Ledning

Upsales Technology ledning består av VD och koncernchef: Daniel Wikberg, Chefsstrateg, CSO: Fredrik Höglin, Ekonomichef, CFO: Elin Lundström och Teknikchef, CTO: Joel Feist.

Daniel Wikberg, VD, koncernchef och grundare

Bolagets VD, Daniel Wikberg, har haft nuvarande position sedan 2003. Daniels övriga uppdrag inkluderar uppdrag som styrelseledamot i Engage B2B Targeting International AB, WJ Capital Partners AB, Sales-board.com International AB och Oscar Kilo Aviation Stockholm AB. Daniel äger 9 889 500 aktier i bolaget.

Fredrik Höglin, Försäljningschef:

Bolagets Försäljningschef, Fredrik Höglin, har innehaft positionen sedan 2014 då han anställdes. Utöver positionen i Upsales ledning har Fredrik tidigare varit regionchef för Eniro Sverige Försäljning AB. Fredrik har en examen från IHM Business School. Fredrik äger 180 000 aktier.

Elin Lundström, CFO:

Bolagets ekonomichef, Elin Lundström, har haft nuvarande position sedan 2017. Utöver sitt uppdrag i Upsales, är Elin också styrelsesuppleant för Engage B2B Targeting International AB. Elin har en kandidatexamen i Business and Economics vid Handelshögskolan i Stockholm. Elin Lundström äger 9 000 aktier i bolaget, tillsammans med 38 250 optioner.

Joel Feist, CTO:

Upsales teknikchef, Joel Feist har haft sin nuvarande position sedan 2017. Joel har varit anställd i koncernen sedan 2013. Joel har en kandidatexamen i datavetenskap från Stockholms universitet. Joel har för närvarande inga övriga uppdrag utöver sin position som CTO. Joel äger 36 000 aktier och 91 800 optioner i bolaget.

Styrelse

Upsales styrelse består av ordförande Tobias Fagerlund, ledamöterna Sebastian Törneman, Baltsar Sahlin och VD Daniel Wikberg.

Tobias Fagerlund, Styrelseordförande

Tobias tillträdde positionen som styrelseordförande i Upsales under 2019 och är huvudsakligen verksam i egen konsult- och investeringsverksamhet samt tidigare Nordenchef för Betclit/Everest. Övriga uppdrag inkluderar styrelseordförande för Future Gaming Group International AB, Dream of Sweden AB, News55 AB, LearnLand AB, A drop of Fortune AB och Capital Gaming Group AB. Tobias är styrelseledamot för Net Gaming Europe AB, Global Gaming 555 AB, Spiffbet AB, INVIKA AB, Relax Tech Sweden AB, Bryngan Invest AB, Firemarks AB och Relax Gaming Networks Ltd. Uppdrag som Tobias har haft de senaste fem åren inkluderar styrelseledamot för SpiffX Holding Ltd., SpiffX Makta Ltd., Core Concept Management INC och Unlimited Media Ltd. Han har varit VD i Spiffbet AB och iGame Malta Ltd. Tobias har tidigare även varit styrelsesuppleant för SpiffX Förvaltning AB. Tobias äger inga aktier i Upsales.

Sebastian Törneman, Styrelseledamot

Sebastian Törneman har varit styrelseledamot sedan 2019. Sebastian har en gymnasielärarexamen med kandidat i statsvetenskap samt media och kommunikation från Stockholms universitet och Lärarhögskolan i Stockholm. Sebastian har tidigare erfarenhet som nordisk försäljningsdirektör i Splunk Services Sweden AB sedan 2017 och dessförinnan har han arbetat som försäljningsdirektör i EMC Information Systems Sweden AB samt försäljningsdirektör repsketive försäljningschef inom affärsområdet *Enterprise solution* i Dell Aktiebolag. Övriga uppdrag som Sebastian för tillfället har är styrelseordförande för PredictIT Talent AB. Under de senaste fem åren har Sebastian också varit styrelseledamot samt styrelsesuppleant för Sebastian äger totalt 8 500 aktier i Upsales och är oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare samt bolaget och bolagsledningen.

Baltsar Sahlin, ledamot

Baltsar Sahlin har varit styrelseledamot i bolaget sedan 2017. Baltsar har en civilingenjörsexamen i industriell ekonomi från Linköpings Tekniska Högskola. Baltsar har tidigare varit aktiv som managementkonsult hos Applied Value AB och chef för tillväxtprogram för nya områden i Telefonaktiebolaget LM Ericsson. Baltsars övriga uppdrag inkluderar styrelseledamot för Aldea Capital AB och Mynt AB. Under de senaste fem åren har Baltsar varit styrelseledamot för myTaste AB (publ), Projekt Företag i Täby AB och First Design AB. Baltsar har tidigare varit styrelsesuppleant för Mynt AB. Baltsar Sahlin äger 76 500 aktier i Upsales. Han är beroende i förhållande till bolaget och bolagsledningen. Baltsar är oberoende i förhållande till bolagets större aktieägare.

Ägarlista, de 10 största

Största ägare i bolaget, sett till kapital och röster, är VD och grundare Daniel Wikberg med bolag (64,56%) följt av Björn Nordfors Algkvist med bolag (6,46%). Anders Julin AB (2,00%) och Comfocus AB (2,00%) är tredje och fjärde största ägare, följt av femte största ägaren Akilakonsulting AB (1,48%). Som sjätte största ägare i bolaget finns David Dernulf (1,34%) och sjunde största ägare är Fredrik Höglin (1,18%). Åttonde största ägare i bolaget är Jonas Nordlander (1,00%), som följs av Gornegrat Capital (1,00%) samt bolagets tionde största ägare styrelseledamot Baltsar Sahlin (0,50%).

	Ägare	Kapital	Röster
1	Daniel Wikberg	64,56%	64,56%
2	Swedbank Robur Fokus	7,41%	7,41%
2	Fibonacci Growth Capital	6,46%	6,46%
3	Anders Julin AB	2,00%	2,00%
4	Comfocus AB	2,00%	2,00%
5	Akilakonsulting AB	1,48%	1,48%
6	David Dernulf	1,34%	1,34%
7	Fredrik Höglin	1,18%	1,18%
8	Jonas Nordlander	1,00%	1,00%
9	Gornegrat Capital	1,00%	1,00%
	Övriga	18,48%	18,48%
		100,00%	100,00%

Estimat

Vi har valt att utgå från de mål som presenterades vid Upsales börsnotering för att ställa våra estimat. Vidare har vi tittat på branschen som helhet för att bedöma om de mål som presenterades i samband med börsnoteringen är rimliga.

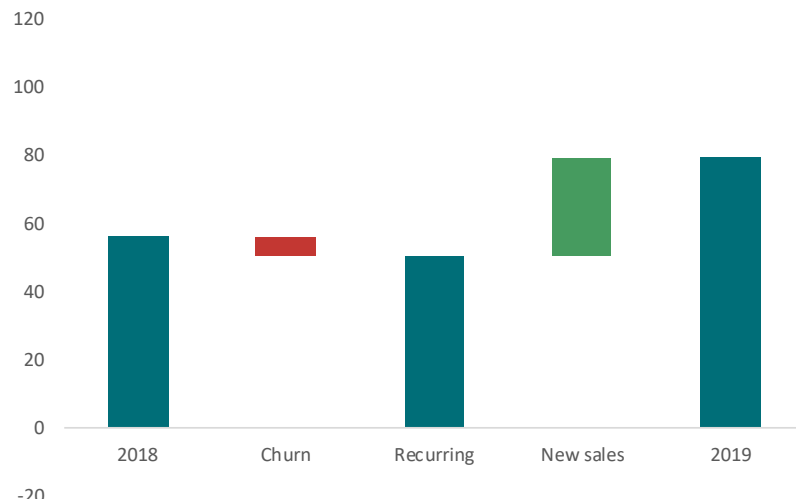
Nedan följer en tabell med de mål som bolaget satte upp i samband med börsnoteringen.

Finansiella Mål	
ARR-tillväxt	>30%
Återkommande intäkter	>80%

Det mål vi har använt som drivkraft för vår modell är målet om en ARR-tillväxt om 30% y-y. Vi bedömer detta som nåbart och vi ser tre drivkrafter bakom att nå målet:

1. **Ökat antal användare:** Genom ett aktivt säljarbete, den planerade expansionen i Tyskland och samarbetet med Fortnox ser vi att bolaget har goda möjligheter att nå sina tillväxtmål. Vi ser även att kärnaffären kommer fortsätta att generera nya kunder och utöka abonnemangsstocken.
2. **Öka ARPU (Average revenue per user):** Genom att uppgradera kunder eller sälja fler licenser till befintlig kund (se ovan för de olika abonnemangstyperna) kan bolaget öka sin ARPU. Vi bedömer dock att ARPU-tillväxt kommer vara den tillväxtmotor som kommer bidra minst de kommande åren då b.la. Fortnox-samarbetet kommer ha en väsentligt lägre ARPU än övriga användare. Vidare tror vi att den internationella expansion som kommer ske kommer att börja på relativt låga ARPU-nivåer och basabonnemang. Vid börsnoteringen hade Upslaes ca 500 kunder vilket ger en ARPU om ca 10 000 kr/månad vilket indikerar att growth är den vanligaste abonnemangstypen.
3. **Minimera Churn:** Vi anser att den viktigaste komponenten för att kunna nå våra estimat är för bolaget att försvara sin låga churn-rate. Bolaget hade vid IPO:n under 10% vilket vi anser vara mycket starkt, mellan 5-10% är enligt oss eftersträvänsvärt. Bilden nedan illustrerar vikten av en låg churn rate och varför vi anser det vara nyckelkomponenten för att nå våra estimat.

Illustrativt exempel försäljning 2019



Nedan följer även en känslighetstabell för hur churn-rate och nyförsäljning påverkar intäktsestimaten för år 2020.

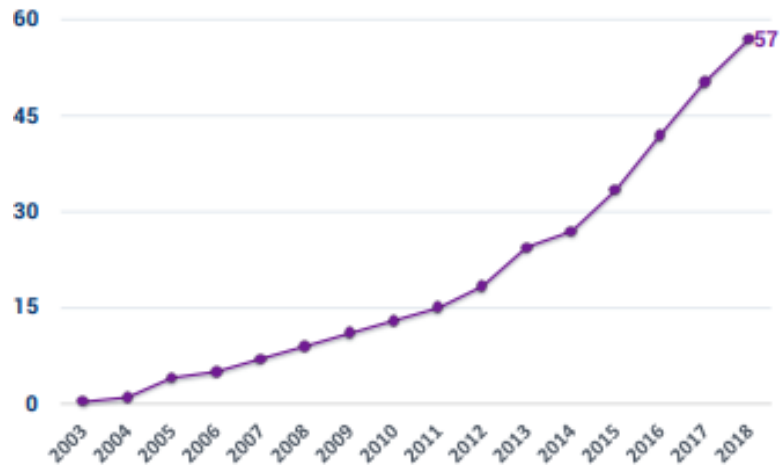
Försäljning 2020

		Churn rate										
		5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Ny försäljning	22,5	92,1	91,8	91,4	91,1	90,7	90,4	90,0	89,6	89,3	88,9	88,6
	25	94,6	94,3	93,9	93,6	93,2	92,9	92,5	92,1	91,8	91,4	91,1
	27,5	97,1	96,8	96,4	96,1	95,7	95,4	95,0	94,6	94,3	93,9	93,6
	30	99,6	99,3	98,9	98,6	98,2	97,9	97,5	97,1	96,8	96,4	96,1
	32,5	102,1	101,8	101,4	101,1	100,7	100,4	100,0	99,6	99,3	98,9	98,6
	35	104,6	104,3	103,9	103,6	103,2	102,9	102,5	102,1	101,8	101,4	101,1
	37,5	107,1	106,8	106,4	106,1	105,7	105,4	105,0	104,6	104,3	103,9	103,6
	40	109,6	109,3	108,9	108,6	108,2	107,9	107,5	107,1	106,8	106,4	106,1

De försäljningsestimat vi ställt indikerar att Upsales klarar av att växa snabbare än marknaden kommande år (se sektion marknad för denna data). Vi bedömer att Upsales kommer ha samma drivkrafter som marknaden i stort men, kommer kunna växa snabbare p.g.a. den internationella expansionen med inriktning på Tyskland, samarbetet med Fortnox samt en bra produkt.

Historiskt har bolaget visat en imponerande ARR-tillväxt. Nedan följer graf som visar den historiska utvecklingen av ARR. Den starka trenden gör att vi tror att bolaget klarar att nå sina mål.

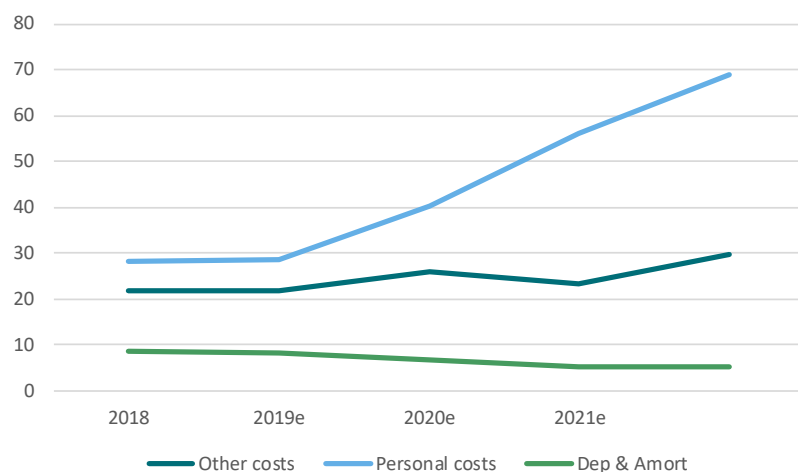
ARR utveckling



Kostnadsestimat

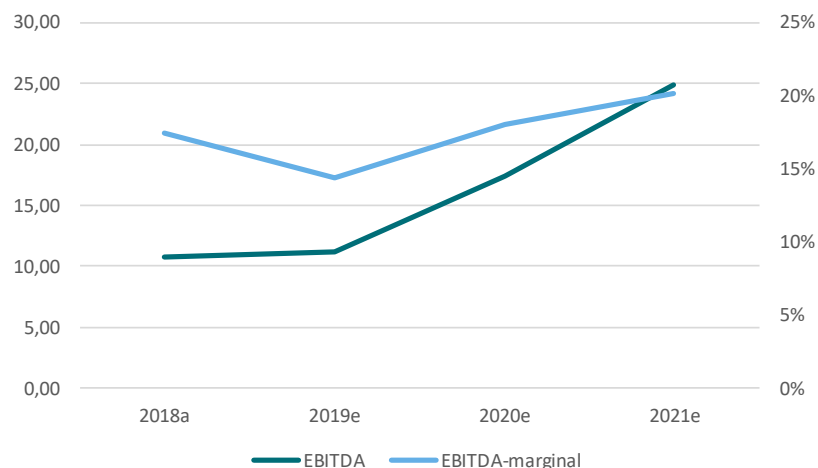
Den huvudsakliga drivkraften bakom Upsales kostnader är antalet anställda. Nedan följer en graf för hur vi estimerar kostnadsbasen de kommande åren.

Kostnadsslag (mkr)



Baserat på de siffror vi ser ovan får vi följande estimat för EBITDA och EBITDA-marginal. (Se graf nedan). Vi ser att EBITDA-marginalen för bolaget är i linje med vad snabbväxande bolag i sektorn generellt har. Vilket gör att vi tror att bolaget klarar av att uppnå den. Under grafen visar vi en känslighetstabell på de två parametrar som enligt oss har högst påverkan på EBITDA-marginalen och som bolaget har möjlighet att påverka

EBITDA och EBITA marginal



EBITDA-marginal beroende på Churn-rate och personalkostnader

		Churn rate										
		5,0%	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
Personalkostnader mkr	-45	30,2%	30,0%	29,8%	29,7%	29,5%	29,3%	29,2%	29,0%	28,8%	28,6%	28,5%
	-50	25,1%	24,9%	24,7%	24,5%	24,3%	24,1%	24,0%	23,8%	23,6%	23,4%	23,2%
	-55	20,0%	19,8%	19,6%	19,4%	19,2%	19,0%	18,8%	18,5%	18,3%	18,1%	17,9%
	-60	14,9%	14,7%	14,5%	14,2%	14,0%	13,8%	13,5%	13,3%	13,1%	12,8%	12,6%
	-65	9,8%	9,6%	9,3%	9,1%	8,8%	8,6%	8,3%	8,1%	7,8%	7,6%	7,3%
	-70	4,7%	4,5%	4,2%	3,9%	3,7%	3,4%	3,1%	2,9%	2,6%	2,3%	2,0%

Gällande poster ned till EPS har vi antagit att skattekostnader och liknande poster fortsätter att vara i linje med trend vilket ger följande EPS-utveckling de kommande åren. Vi anser dock vilket vi förklarar i vårt värderingsavsnitt att EBITDA och Sales är de multiplar som bolaget ska värderas på i framtiden.

Det negativa egna kapitalet bolaget uppvisar 2018-2019 är ett resultat av det skifte av redovisningsprinciper som skedde 2017. Resultatet 2017 blev kraftigt negativt vilket gjorde att balanserade vinstmedel blev negativt och fortsätter vara det 2019-2020. Det inbetalda kapitalet förblir dock positivt.

Värdering

Vi anser att den bästa värderingsmetoden för Upsales är en relativ värdering. För att göra denna värdering har vi valt att titta på två peer set, internationella SaaS bolag och svenska tech/SaaS/snabbväxande bolag. Nedan följer ett urval av de bolag vi anser relevanta för en värdering av Upsales. Se även nedan för en kortare beskrivning för några av vad vi anser vara Key peers.

Peer table													
	Kurs		MV	EV/Sales			EV/EBITDA			EBIT-marg.			Rec. Rev (approx)
	(lokal)		(mdkr)	19e	20e	21e	19e	20e	21e	19e	20e	21e	
Internationella Peers													
Oracle Corporation	57	USD	1 812	5,3	5,0	4,9	11,2	10,6	9,9	44,1%	44,4%	43,9%	69%
SAP SE	118,8	EUR	1 547	5,6	5,2	4,7	17,6	15,3	13,7	29,5%	30,4%	31,4%	72%
salesforce.com, inc.	154	USD	1 111	7,1	5,6	4,5	29,2	22,9	17,7	17,0%	19,0%	20,7%	94%
SLACK	36	USD	65	36,6	26,6	18,9	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	
Workday, Inc. Class A	210	USD	441	13,1	10,5	8,4	66,6	54,4	32,6	12,3%	14,2%	n/a	84%
Atlassian	130	USD	293	25,2	19,3	15,1	134,8	96,6	81,4	19,8%	20,4%	n/a	93%
Sage Group plc	8	GBP	103	4,7	4,3	4,0	17,7	16,4	14,9	24,1%	24,6%	25,2%	46%
Dropbox, Inc. Class A	25	USD	96	5,8	4,9	3,9	25,1	20,0	16,8	11,5%	14,1%	15,6%	n/a
Zendesk, Inc.	91	USD	93	12,4	9,4	7,2	133,9	94,9	61,3	2,1%	6,3%	10,8%	n/a
Xero Limited	61	NZD	56	12,5	9,8	7,9	60,9	42,4	27,6	n/a	n/a	n/a	97%
Intuit Inc.	263	USD	635	9,8	8,7	7,7	26,5	23,1	20,6	33,5%	34,3%	34,6%	n/a
Adyen	670	EUR	210	38,7	28,2	20,4	71,7	50,4	34,1	52,7%	54,6%	n/a	n/a
ServiceNow, Inc.	283	USD	486	14,8	11,2	8,6	54,6	40,7	n/a	21,1%	22,6%	24,2%	94%
Medel				14,7	11,4	8,9	54,1	40,6	30,0	24,3%	25,9%	25,8%	
Median				12,4	9,4	7,7	41,9	31,9	20,6	21,1%	22,6%	24,7%	
Norden SaaS/Techbolag													
IAR Systems Group	268	SEK	4	8,0	6,8	6,0	20,9	16,1	13,7	30,0%	33,4%	33,9%	n/a
Basware	19	EUR	3	2,2	2,0	1,8	n.m.	20,2	13,6	-9,9%	-0,3%	4,5%	63%
SimCorp	633	EUR	36	7,8	7,1	6,4	26,4	24,2	21,2	26,9%	26,7%	28,2%	~50%
Kambi Group	181	EUR	5	5,1	3,9	3,3	17,5	11,0	9,1	17,0%	22,5%	24,3%	n/a
THQ Nordic AB	231	SEK	24	3,9	3,3	3,4	13,3	10,4	9,7	20,6%	20,8%	n/a	n/a
Paradox Interactive AB	148	SEK	16	11,1	9,0	7,6	18,4	14,0	12,0	41,3%	41,7%	39,2%	n/a
Lime	144	SEK	2	6,4	5,4	4,7	23,0	18,5	15,5	16,8%	18,4%	20,1%	58%
Admicom Oyj	42	EUR	2	12,0	9,0	n/a	n/a	n/a	n/a	39,6%	38,8%	40,4%	87%
Fortnox	133	SEK	8	15,0	12,0	9,9	46,3	33,8	26,3	31,7%	34,6%	36,5%	n/a
Vitec Software Group	110	SEK	4	3,3	3,1	2,9	11,3	10,9	10,3	14,7%	15,4%	15,6%	74%
Medel				7,5	6,2	5,1	22,1	17,7	14,6	22,9%	25,2%	27,0%	
Median				7,1	6,1	4,7	19,6	16,1	13,6	23,8%	24,6%	28,2%	
Upsales	31	SEK	0,4	5,7	5,0	3,9	39,4	27,6	19,3	7,4%	12,9%	16,1%	80%

Ett urval av internationella peers

Salesforce: Salesforce är ett amerikanskt bolag som varit ledande i utvecklingen av CRM-system de senaste åren. Bolaget har under de senaste åren drivit ett aktivt förvärvsarbete för att brädga erbjudandet. En stor skillnad mellan de mindre nordiska aktörerna och bolag som Salesforce är att Salesforce jobbar med återförsäljare och de nordiska bolagen jobbar med direktförsäljning.

Atlassian: Ett australiensiskt bolag som utvecklat en mjukvara för samarbete och utveckling för utvecklare och projektledare. Deras flaggskeppsprodukt Jira är en Issue tracker som underlättar projektsamarbeten.

Zendesk: Är ett bolag grundat i Danmark som utvecklar mjukvara för kundtjänster och support. Bolaget erbjuder flera funktioner för att logga/tracka ett bolags kommunikation med kunder.

Bolagen **Sage**, **Xero** och **Intuit** tillhandahåller olika former av redovisningstjänster för bolag och kallas därför precis som bolagen ovan Enterprise Software.

Ytterligare en aspekt bolagen ovan har gemensamt med Upsales är att de är s.k. horisontella mjukvarubolag dvs. bolag som inte opererar i en specifik industri utan med viss tillpassning kan arbeta i de flesta industrier.

Nedan följer en kort beskrivning av de mest relevanta bolagen i det nordiska peer setet.

Lime Technologies: Lime är det bolaget som mest liknar Upsales. Båda bolagen säljer och utvecklar CRM-system för små och medelstora bolag. Den stora skillnaden mellan bolagen är att Lime är aktiva inom lite annorlunda vertikaler, har en större andel on-premise licenser. Bolaget har även en högre andel intäkter från konsulttjänster då deras mjukvara kräver mer tillpassning.

Fortnox: Stjärnan bland nordiska SaaS bolag. Började med att utveckla det första molnbaserade redovisningssystemet för svenska småföretag men har breddat sitt erbjudande och erbjuder en helhetslösning för ekonomisystem och försäkringar.

Admicom: Bolaget kom relativt nyligen till Helsingforsbörsen och utvecklar SaaS-baserade ERP (enterprise resource planning) system till bygg, entreprenadbolag och tillverkande bolag. Lite drygt 67% av intäkterna kommer från SaaS-licenser.

Det mönster vi ser bland bolagen vi valt att studera är att bolag med en hög kvot återkommande intäkter eller ARR/Sales värderas till ett premie. Detta mönster talar för att Upsales ska värderas nära median bland bolagen och på sikt kan motivera en premie mot vissa av de nordiska bolagen. Vi ser därför att Upsales kan värderas till ett EV/Sales kring 6,0x på 2020 års estimat. Detta motiverar en kurs kring 34-37 kr.

För att nå denna kurs ser vi två huvudkomponenter. Nedan visar vi en känslighetstabell över churn-rate och EV/Sales-multiplikator och hur den påverkar aktiepriset.

Aktiepris		EV/Sales 2020											
		5,0	5,25	5,5	5,75	6,0	6,25	6,5	6,75	7,0	7,25	7,5	8,0
Churn rate	5,0%	29,5	31,0	32,5	34,0	35,4	36,9	38,4	39,9	41,3	42,8	44,3	47,3
	5,5%	29,4	30,9	32,4	33,8	35,3	36,8	38,3	39,7	41,2	42,7	44,1	47,1
	6,0%	29,3	30,8	32,2	33,7	35,2	36,6	38,1	39,6	41,0	42,5	44,0	46,9
	6,5%	29,2	30,7	32,1	33,6	35,1	36,5	38,0	39,4	40,9	42,4	43,8	46,7
	7,0%	29,1	30,6	32,0	33,5	34,9	36,4	37,8	39,3	40,7	42,2	43,7	46,6
	7,5%	29,0	30,4	31,9	33,3	34,8	36,2	37,7	39,1	40,6	42,0	43,5	46,4
	8,0%	28,9	30,3	31,8	33,2	34,7	36,1	37,6	39,0	40,4	41,9	43,3	46,2
	8,5%	28,8	30,2	31,7	33,1	34,5	36,0	37,4	38,9	40,3	41,7	43,2	46,1
	9,0%	28,7	30,1	31,5	33,0	34,4	35,8	37,3	38,7	40,1	41,6	43,0	45,9
	9,5%	28,6	30,0	31,4	32,9	34,3	35,7	37,1	38,6	40,0	41,4	42,9	45,7
	10,0%	28,5	29,9	31,3	32,7	34,2	35,6	37,0	38,4	39,8	41,3	42,7	45,5

På sikt efter att Upsales mognat på börsen tror vi att man kommer kunna röra sig upp mot något högre multiplar då man har en intäktsprofil som liknar de stora amerikanska bolagen med en hög andel SaaS/återkommande intäkter.

Vi bedömer att vi har en relativt hög säkerhet i våra estimat då bolaget har en hög andel återkommande intäkter till följd av en låg churn-rate. Vidare

bedömer vi att våra estimat för kostnader är relativt stabila då bolagets kostnadsbas framförallt är kopplad till personalkostnader.

Risker

Ur aktiesynpunkt ser vi tre typer av risker för Upsales: operationella, finansiella och marknadsrelaterade.

Operationella risker

Bland de operationella riskerna finns en risk rörande kompetensen som finns i bolaget. Bolagets verksamhet är i hög grad beroende av ett antal nyckelpersoner som besitter nyckelkompetens för bolaget och dess verksamhet. Som en operationell risk finns även bolagets förmåga att attrahera och behålla personal med särskild kompetens. Konkurrenten om kompetent personal är hård och risken finns att bolaget kan förlora nyckelpersoner eller förmågan att attrahera kompetent personal. Detta kan ha en negativ påverkan på bolagets verksamhet och dess rörelseresultat. Dock finner vi en viss trygghet i att bolaget har en historik av goda kundrelationer och högkvalitativa produkter, vilket underlättar för att attrahera kompetent personal.

De lagar och regler som rör bolaget och dess underliggande portföljbolag är komplexa och kan förändras över tiden. Företagets verksamhet skulle kunna påverkas av förändrade lagar och regler.

Vidare är bolagets renommé centralt för dess verksamhet. För att lyckas hålla uppe en långsiktig lönsamhet måste bolaget förknippas med positiva värden och tillförlitlighet av både kunder och samarbetspartners. Renomméförsämring kan medföra väsentligt negativ inverkan på bolagets verksamhet, resultat och finansiell ställning.

Då Upsales är ett bolag som tillhandahåller teknologisk service är bolaget beroende av en effektiv och oavbruten drift hos olika IT-system för sin verksamhet. Ett omfattande haveri eller annan störning i IT-system kan påverka förmågan att bedriva verksamheten och leverera tjänster till kunder.

Finansiella risker

Bolagets finansiella risker inkluderar bland annat en utsatthet för valutarisk, i både transaktions- och omräkningsrisker. Detta då bolaget har verksamhet utomlands. Utöver valutarisker är bolaget också utsatt för skatterisker. Bolagets huvudverksamhet bedrivs i Sverige, vilket medför att verksamheten bedrivs i enlighet med bolagets tolkning av gällande skattelagar, skatteavtal och bestämmelser i de aktuella länderna samt berörda skattemyndigheters krav. Detta i kombination med att bolaget har börjat tjäna pengar leder oss till att tycka att bolaget har en medelhög finansiell risk. Värt att poängtera är att bolaget inte lämnar utdelning, vilket ur avkastningssynpunkt lämnar utrymme för eventuell uppsida alternativt fortsatt återhållsamhet.

Marknadsrisker

Bolaget bedriver sin verksamhet i en teknik- och kunskapsintensiv bransch. Branschen karaktäriseras delvis av snabba teknologiska förändringar, samt förändringar av de ekonomiska förutsättningarna samt kunders och andra förväntningar. Branschen är konkurrensutsatt, där konkurrens delvis kommer från stora globala aktörer såsom Salesforce, Microsoft, Hubspot och Oracle. Upsales har verksamhet i utlandet. Under 2018 inleddes en internationell tillväxtsatsning, vilket innebär att marknadsföring och

försäljning utomlands är föremål för annan reglering än den svenska verksamheten.

Sammanfattningsvis har vi identifierat ett antal risker associerade med en investering i Upsales. Vår bedömning av helhetsbilden med de tre riskfaktorerna operationella, finansiella och marknadsmässiga, blir att risken i bolaget är medelhög. Detta på grund av de riskfaktorer som finns, vilka mildras något av en handfull riskminimerande faktorer. Sammantaget ser vi en medelhög risk i aktien.

Upsales – Resultaträkning, kassaflöde och balansräkning (SEKm)

Resultaträkning

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoomsättning	38	61	77	97	124
Övriga intäkter	5	4	4	2	2
Kostnad för sålda varor	0	0	0	0	0
Bruttovinst	10	32	37	41	55
Försäljningskostnader	-28	-29	-40	-56	-69
Administrationskostnader	-	-	-	-	-
Forsknings- och utvecklingskostnader	-	-	-	-	-
Övriga rörelsekostnader	-22	-22	-26	-23	-30
Resultat före avskrivningar	-12	11	11	17	25
Avskrivningar	-9	-8	-7	-5	-5
Goodwill-avskrivningar	0	0	0	0	0
Rörelseresultat	-21	2	4	12	20
Extraordinära poster	0	0	0	0	0
Resultatandelar i intresseföretag	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-1	-0	-0	-0
Resultat före skatt	-22	2	4	12	20
Skatter	3	-1	-1	-3	-6
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0
Nettoresultat, rapporterat	-19	0	3	9	14

Kassaflödesanalys

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Resultat före avskrivningar	-12	11	11	17	25
Förändring av rörelsekapital	-5	-3	2	-3	-4
Övriga kassaflödespåverkande poster	0	0	0	0	0
Kassaflöde från löpande verksamheten	-4	7	12	11	15
Finansiella nettokostnader	-0	-0	-0	-0	-0
Betald skatt	0	0	-2	-2	-2
Investeringar	-1	-5	-4	-2	-2
Fritt kassaflöde	-6	2	8	9	13
Utdelningar	0	0	0	0	0
Förvärv	0	0	0	0	0
Avyttringar	-	-	-	-	-
Nyemission/återköp av egna aktier	0	54	0	0	0
Övriga justeringar	0	0	-6	-2	-2
Kassaflöde	-14	26	6	9	13
Icke kassaflödespåverkande justeringar	-	-	-	-	-
Nettoskuld, rapporterad	-3	0	-6	-15	-28

Balansräkning

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
TILLGÅNGAR					
Goodwill	0	0	0	0	0
Övriga immateriella tillgångar	31	26	24	21	18
Materiella anläggningstillgångar	-	-	-	-	-
Innehav i intresseföretag och andelar	-	-	-	-	-
Övriga anläggningstillgångar	3	2	2	2	2
Summa anläggningstillgångar	34	28	25	22	19
Varulager	2	2	2	2	2
Kundfordringar	12	17	19	24	31
Övriga omsättningstillgångar	3	0	-0	-0	-0
Likvida medel	7	9	15	24	37
Övriga omsättningstillgångar	24	28	36	50	70
SUMMA TILLGÅNGAR	59	56	62	72	89
EGET KAPITAL OCH SKULDER					
Eget kapital	-9	-9	-5	3	17
Minoritetsintressen	0	0	0	0	0
Summa eget kapital	-9	-9	-5	3	17
Långfristiga finansiella skulder	4	9	9	9	9
Pensionsavsättningar	0	0	0	0	0
Uppskjutna skatteskulder	0	0	0	0	0
Övriga långfristiga skulder	9	0	0	0	0
Summa långfristiga skulder	13	9	9	9	9
Kortfristiga finansiella skulder	16	16	14	14	14
Leverantörsskulder	3	4	8	10	12
Skatteskulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	33	36	36	36	36
Kortfristiga skulder	52	55	58	60	62
SUMMA EGET KAPITAL OCH SKULDER	56	56	61	72	89

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Värdering och nyckeltal (SEK)

Aktiedata

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Vinst per aktie, rapporterad	-1,21	-0,81	0,24	0,55	0,87
Vinst per aktie, justerad	-1,21	0,00	0,24	0,55	0,87
Rörelsens kassaflöde/aktie	-0,90	1,72	0,39	0,53	0,79
Fritt kassaflöde per aktie	-0,40	0,13	0,48	0,53	0,79
Utdelning per aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Eget kapital per aktie	-0,57	-0,58	-0,33	0,20	1,05
Eget kapital per aktie, ex goodwill	-0,57	-0,58	-0,33	0,20	1,05
Substansvärde per aktie	-0,57	-0,58	-0,33	0,20	1,05
Nettoskuld per aktie	-2,09	-1,82	-1,84	-1,69	-1,69
EV per aktie	-	-	28,76	28,91	28,91
Genomsnittligt antal aktier efter utspädning (m)	15,3	15,3	15,3	16,6	16,6
Antal aktier efter utspädning vid årets slut (m)	15,3	15,3	16,6	16,6	16,6

Värdering

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
P/E-tal, rapporterat	-	-	126,4	55,8	35,1
P/E-tal, justerat	-	-	126,4	55,8	35,1
Kurs/rörelsens kassaflöde	-	-	79,3	57,4	38,7
Kurs/rörelsens kassaflöde per aktie	-	-	63,5	57,4	38,7
Fritt kassaflöde/börsvärde	-	-	1,6	1,7	2,6
Direktavkastning	-	-	0,0	0,0	0,0
Utdelningsandel, justerad	NM	0,0	0,0	0,0	0,0
Kurs/eget kapital	-	-	NM	154,23	29,13
Kurs/eget kapital, ex goodwill	-	-	NM	154,23	29,13
Kurs/substansvärde	-	-	NM	154,23	29,13
EV/omsättning	-	-	5,70	4,97	3,89
EV/EBITDA	-	-	39,4	27,6	19,3
EV/rörelseresultat	-	-	99,1	38,6	24,1
Aktiekurs, årsslut	-	-	30,60	30,60	30,60
Aktiekurs, årshögsta	-	-	32,40	-	-
Aktiekurs, årslägst	-	-	26,60	-	-
Aktiekurs, årssnitt	-	-	29,77	-	-
Börsvärde, årsslut och nuvarande	-	-	469	509	509
Enterprise Value, årsslut och nuvarande	-	-	441	481	481

Tillväxt och marginaler

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Omsättningsstillväxt, årsförändring	-	62,2	26,6	25,2	27,7
Rörelseresultat, årsförändring	-	NM	80,0	179,7	60,2
Vinst per aktie, årsförändring	-	NM	5 351,7	126,5	59,1
EBITDA marginal	-32,6	17,5	14,5	18,0	20,2
EBITA marginal	-55,4	4,0	5,7	12,9	16,1
Rörelsemarginal	-55,4	4,0	5,7	12,9	16,1
Vinstmarginal, justerad	-57,9	2,5	5,4	12,6	15,9
Nettomarginal, justerad	-49,3	0,1	4,4	9,1	11,5
Skattesats	NM	95,6	19,1	28,0	28,0

Lönsamhet

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Avkastning på eget kapital	-	-0,8	-47,3	-804,6	136,5
Avkastning på eget kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-
Avkastning på sysselsatt kapital	-	-23,9	-44,0	-106,7	-178,0
Avkastning på sysselsatt kapital, 5-års snitt	-	-	-	-	-

Investeringar och kapitaleffektivitet

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Investeringar	1	5	4	2	2
Investeringar/omsättning	3,2	8,0	5,4	2,1	1,6
Investeringar/avskrivningar	0,1	0,6	0,6	0,4	0,4
Varulager/omsättning	4,8	2,7	2,1	1,7	1,3
Kundfordringar/omsättning	32,9	28,6	25,0	25,0	25,0
Leverantörsskulder/omsättning	8,2	6,3	10,0	10,0	10,0
Rörelsekapital/omsättning	29,5	25,0	17,1	16,7	16,3
Kapitalomsättningshastighet	-	1,06	1,31	1,44	1,53

Finansiell ställning

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nettoskuld, rapporterad	-3	0	-6	-15	-28
Soliditet	-15,8	-15,9	-8,9	4,6	19,6
Skuldsättningsgrad	0,37	-0,03	1,12	-4,55	-1,61
Nettoskuld/börsvärde	-	-	-0,01	-0,03	-0,06
Nettoskuld/EBITDA	0,3	0,0	-0,5	-0,9	-1,1

Notera att nyckeltalen är baserade på antalet aktier efter full utspädning. Aktiekursen vid årets slut har använts för beräkningen av historiska nyckeltal.

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Resultatutveckling per kvartal (SEKm)

Resultaträkning											Q119
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16
Övriga intäkter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1
Övriga rörelsekostnader	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-9
Resultat före avskrivningar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2
Avskrivningar och amorteringar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0
Extraordinära poster	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
Resultatandelar i intresseföretag	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
Finansnetto	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-0
Resultat före skatt	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1
Resultat före skatt, justerat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1
Skatter	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
Minoritetsintressen	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0
Nettoresultat, rapporterat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-1
Tillväxt och marginaler											Q119
Nettoomsättning	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Rörelseresultat	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA marginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11,7
Rörelsemarginal	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,3
Vinstmarginal, justerad	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,5
Skattesats	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	NM

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Försäljning, 12-mån rullande medelvärde

Försäljning, SEKm

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – EBITDA, 12-mån rullande medelvärde

Årsförändring, (%)

EBITDA, SEKm

EBITDA marginal, (%)

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Rörelseresultat, 12-mån rullande medelvärde

EBIT, SEKm

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

Upsales – Resultat f. skatt, 12-mån rullande medelvärde

EBIT marginal, (%)

Vinst före skatt, SEKm

Vinstmarginal, (%)

Källa: Bolagsrapporter, Erik Penser Bank

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 grunda sig 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. 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 anställda 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 likviditetssgarant 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 be-rörda 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. Banken tillhandahåller Likviditetssgaranti för bolagets aktie. Banken är Certified Advisor (CA) till bolaget i denna publikation.

Erik Penser Bank har tillstånd att bedriva värdepappersverksamhet och står under svenska Finansinspektionens tillsyn. R1
