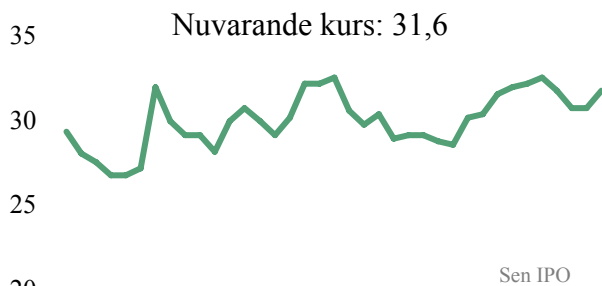


**KÖP**


Det relativt nyoterade bolaget Upsales Technology som säljer en molnbaserad mjukvara har fått en bra start på börsen. Aktien handlas till en hög värdering och samtidigt väntas stark omsättningstillväxt samt kontinuerligt förbättrade marginaler. Analyst Group ser goda möjligheter för tillväxt framgent, och med en skalbar affärsmodell med stigande lönsamhet är bedömningen att en värdering om EV/S 6,8x 2019E är attraktivt. Sammantaget blir rekommendationen köp.



**Erbjuder molnbaserad tjänst för CRM.** Upsales Technology AB ("Upsales" eller "Bolaget") är ett svenskt bolag som utvecklar, marknadsför och säljer en molnbaserad mjukvara, SaaS, för CRM, Marketing automation och analys. Mjukvaran ger Bolagets kunder möjligheter att effektivisera sälj- och marknadsföringsprocesser för att uppnå snabbare tillväxt. Analysverktyget används för att få insyn i verksamheten och härleda intäkter från specifika marknadsinsatser. Bolaget har omkring 500 kunder bestående av B2B-företag i främst Sverige. Antalet anställda uppgår till cirka 40 stycken och Bolaget är noterat på Nasdaq First North sedan 24 april 2019. VD Daniel Wikberg grundade Bolaget 2003 och ägde innan notering strax under 65 % av aktierna.

**Abonnemangstjänst ger hög andel återkommande intäkter.**

Upsales mjukvara säljs som prenumerationstjänst och kostar mellan 4 000-100 000 kr i månaden, där den genomsnittliga intäkten per kund ligger på 120 000 kr per år. Prenumerationstjänsten ger hög andel återkommande intäkter för Bolaget, vilket framgick under 2018 då omsättningen uppgick till 57 MSEK varav 84 % av dessa var av återkommande karaktär, så kallad ARR (*Annual Recurring Revenue*). Resterande del bestod av serviceintäkter. Genom att sälja sin programvara via internet av typen SaaS, *Software as a service*, innehar Bolaget en skalbar affärsmodell. Bolaget kunde uppvisa en förnyelsegrad om 95 % under 2018, vilket tyder på hög kundnöjdhet. Under de senaste tre åren har Upsales haft en ARR-tillväxt om 20 %, men har som mål att växa sin ARR över 30 % per år.

**Hög tillväxt för SaaS och CRM.**

Molnbaserade mjukvaruprogram, SaaS, låter användarna få tillgång till olika tjänster via internet genom prenumurationsmodell. Den globala marknaden för SaaS väntas växa med en genomsnittlig tillväxttakt om 21,4 % mellan 2018 och 2024 för att nå ett värde om 185,8 miljarder USD. För CRM-marknaden uppgick de globala intäkterna till 39,5 miljarder USD under 2017. CRM-marknaden var den snabbast växande mjukvarumarknaden med en tillväxt om 16 % under 2018. En stark drivkraft för denna tillväxt är omställandet av affärsmodell mot SaaS som ökar tillgängligheten och kostnadseffektiviteten för kunderna.

**Potential i övriga Europa och samarbete med Fortnox.**

I dagsläget har Upsales mestadels svenska företag som kunder. I och med noteringen har Bolaget tagit in pengar för att kunna göra en utlandssatsning. Bolaget ska initialt fokusera på marknaderna i Tyskland, Österrike och Schweiz. Utlandssatsningen är i ett tidigt skede men kan komma att generera betydande intäkter framöver. Under 2018 inledde Bolaget ett samarbete med Fortnox där kunder till Fortnox erbjuds en förenklad version av Upsales. Med denna så kallade white-label lösning får Bolaget exponering mot Fortnoxs + 273 000 kunder.

**Risker i konkurrens och kärnkompetens.** På marknaden finns det idag flertalet konkurrerande tjänster för Upsales mjukvara. De största och mest välkända är Salesforce, Microsoft, Hubspot och Oracle, men består även av mindre aktörer som Superoffice och Lime technologies. Ökad konkurrens skulle kunna leda till prispress på marknaden. Samtidigt är Bolaget relativt litet och är således beroende av nyckelpersoner.

**Goda möjligheter för tillväxt framgent.**

Med en stark marknadstillväxt som medvind och strategiska åtgärder utförda under 2018 har Upsales goda förutsättningar till att växa framgent. Bolaget väntas kunna stärka sin position i Sverige och öka intäkterna genom nya kunder, tillväxt på befintliga kundkontakt och genom samarbetet med Fortnox. Vidare väntas de utländska marknaderna öka i betydelse och storlek kommande år i och med Bolagets nysatsning. Sammantaget estimeras en tillväxt om 29 % 2019E, 27 % 2020E och 25 % 2021E och 23 % 2022E. EBIT-marginalen estimeras öka till 8,5 % 2019E, respektive 12,8 % 2020E och 16,7 % 2021E och 19 % 2022E, detta drivet främst av att personalkostnader och avskrivningar minskar som andel av omsättningen. Goodwill estimeras skrivits av helt i slutet av 2021.

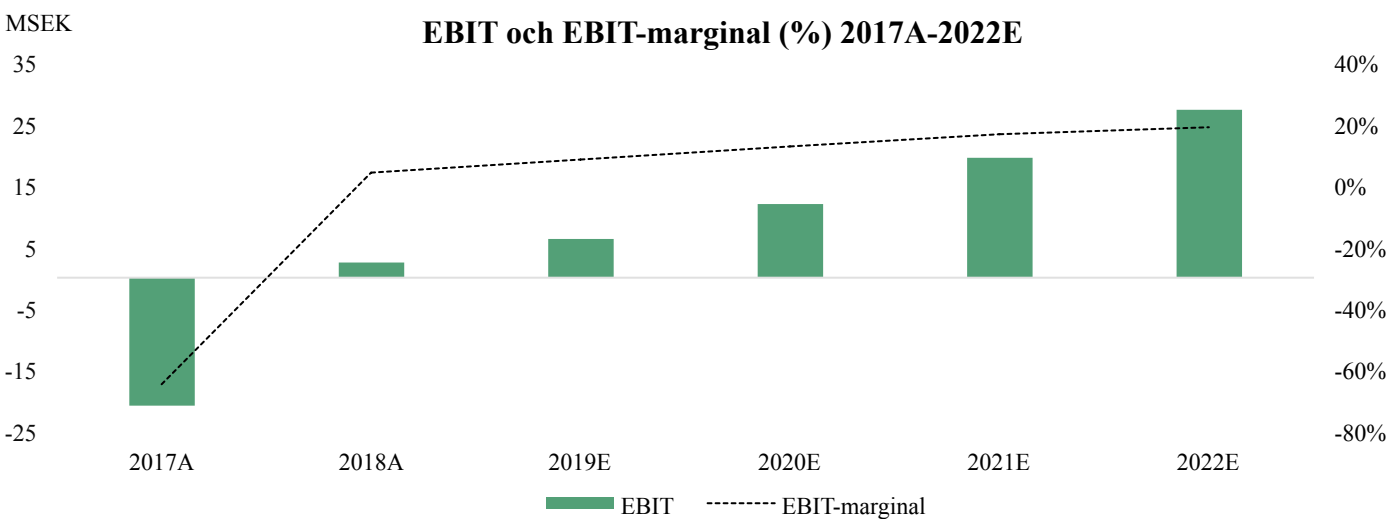
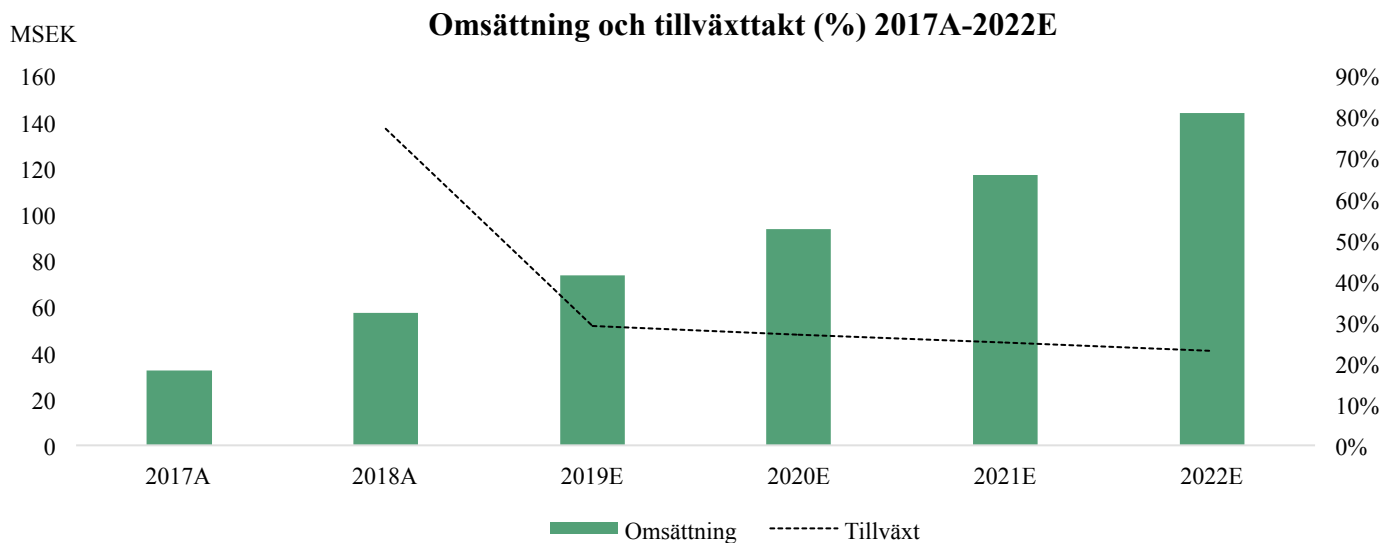
**Handlas till en hög EV/S-multipel.**

Värderingen i Upsales är betydligt högre än övriga börsen, men återkommande intäkter med skalbar affärsmodell belönas väl på börsen och Upsales värdering ser betydligt mer attraktiv ut i jämförelse med peers. Valda peers är konkurrenterna Salesforce, Hubspot och Lime Technologies som samtliga fokuserar på CRM och har haft en hög tillväxt historiskt. Salesforce har varit noterad under en längre period och har kontinuerligt handlats till en hög EV/S multipel om runt 7,5x. Således har aktiekursen utvecklats väl i och med Salesforce höga omsättningstillväxt. Upsales handlas idag till EV/S 6,8x med en estimerad tillväxt om 29 % för 2019E, vilket anses rimligt. Ifall denna EV/S multipel består eller sjunker något finns möjlighet för en god aktiekursutveckling i och med Bolagets stigande intäkter.

	EV/S 2019E	Omsättningstillväxt 2019E	Börsvärde (MSEK)
Salesforce	7,4	26 %	1 180 787
Hubspot	10,5	28 %	69 254
Lime Technologies	5,6	17 %	1 513
Medelvärde	7,8	24 %	417 185
<b>Upsales</b>	<b>6,8</b>	<b>29 %</b>	<b>522</b>

**Möjlighet för god utveckling på sikt.** Upsales handlas likt konkurrenterna till en hög värdering i jämförelse med övriga börsen, men med en tillväxttakt om 20-30 % per år kryper värderingsmultiplarna snabbt ner. Det finns en del risker men kan Upsales med VD Daniel Wikberg leverera hög tillväxt med stigande marginaler framöver ser aktien ändå attraktiv ut. Sammantaget bedöms Upsales som köpvärd med betyg Bull 3 – köp.

# APPENDIX



tSEK	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
Omsättning	32 289	57 159	73 735	93 644	117 054	143 977
Tillväxt		77%	29%	27%	25%	23%
Övriga externa kostnader	-21 801	-21 718	-30 407	-38 009	-47 512	-58 439
Personalkostnader	-28 032	-28 594	-32 639	-39 167	-47 000	-55 460
Aktiverat arbete	5 378	3 930	4 660	5 359	5 895	6 484
Övriga rörelsekostnader	-102	-73	-110	-139	-174	-214
<b>EBITDA</b>	<b>-12 268</b>	<b>10 704</b>	<b>15 239</b>	<b>21 687</b>	<b>28 264</b>	<b>36 348</b>
<i>EBITDA-marginal</i>	<i>-38,0%</i>	<i>18,7%</i>	<i>20,7%</i>	<i>23,2%</i>	<i>24,1%</i>	<i>25,2%</i>
Av- och nedskrivningar	-8 618	-8 237	-8 968	-9 693	-8 714	-8 972
<b>EBIT</b>	<b>-20 886</b>	<b>2 467</b>	<b>6 271</b>	<b>11 994</b>	<b>19 550</b>	<b>27 377</b>
<i>EBIT-marginal</i>	<i>-64,7%</i>	<i>4,3%</i>	<i>8,5%</i>	<i>12,8%</i>	<i>16,7%</i>	<i>19,0%</i>

# DISCLAIMER

## **Ansvarsbegränsning**

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informationssyfte, för allmän spridning, och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analyserna är baserade på källor och uppgifter samt utlåtanden från personer som AG bedömer tillförlitliga. AG kan dock aldrig garantera riktigheten i informationen. Alla estimat i analyserna är subjektiva bedömningar, vilka alltid innehåller viss osäkerhet och bör användas varsamt. AG kan därmed aldrig garantera att prognoser och/eller estimat uppfylls. Detta innebär att investeringsbeslut baserat på information från AG eller personer med koppling till AG, alltid fattas självständigt av investeraren. Dessa analyser, dokument och information härrörande AG är avsett att vara ett av flera redskap vid investeringsbeslut. Investerare uppmanas att komplettera med ytterligare material och information samt konsultera en finansiell rådgivare inför alla investeringsbeslut. AG frånsäger sig allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av material härrörande AG.

## **Intressekonflikter och opartiskhet**

För att säkerställa Analyst Groups oberoende har Analyst Group inrättat interna regler för analytiker, utöver detta så har alla analytiker undertecknat avtal i vilket de är skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter.

Dessa har utformats för att säkerställa att *KOMMISSIONENS DELEGERADE FÖRORDNING (EU) 2016/958 av den 9 mars 2016 om komplettering av Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 596/2014 vad gäller tekniska standarder för tillsyn för de tekniska villkoren för en objektiv presentation av investeringsrekommendationer eller annan information som rekommenderar eller föreslår en investeringsstrategi och för uppgivande av särskilda intressen och intressekonflikter* efterlevs.

## **Bull and Bear- Rekommendationer**

Rekommendationerna i form av bull alternativt bear syftar till att förmedla en övergripande bild av Analyst Groups åsikt. Rekommendationerna är utarbetade genom noggranna processer bestående av kvalitativ research och övervägning samt diskussion med andra kvalificerade analytiker.

## **Definition Bull**

Bull är en metafor för en positiv inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en positiv framtidsutveckling för Bolaget.

## **Definition Bear**

Bear är en metafor för en pessimistisk inställd vy på framtiden. Termen används för att beskriva de faktorer som talar för en negativ framtidsutveckling för Bolaget.

## **Övrigt**

Analyst Group har inte mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

## **Innehavsredovisning**

### **Carl-Ferdinand Carsjö äger inga aktier.**

För fullständiga regler för våra analytiker se: <https://analystgroup.se/interna-regler-ansvarsbegransning/>

Analysen har ingen planerad uppdatering.

## **Upphovsrätt**

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2019). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.