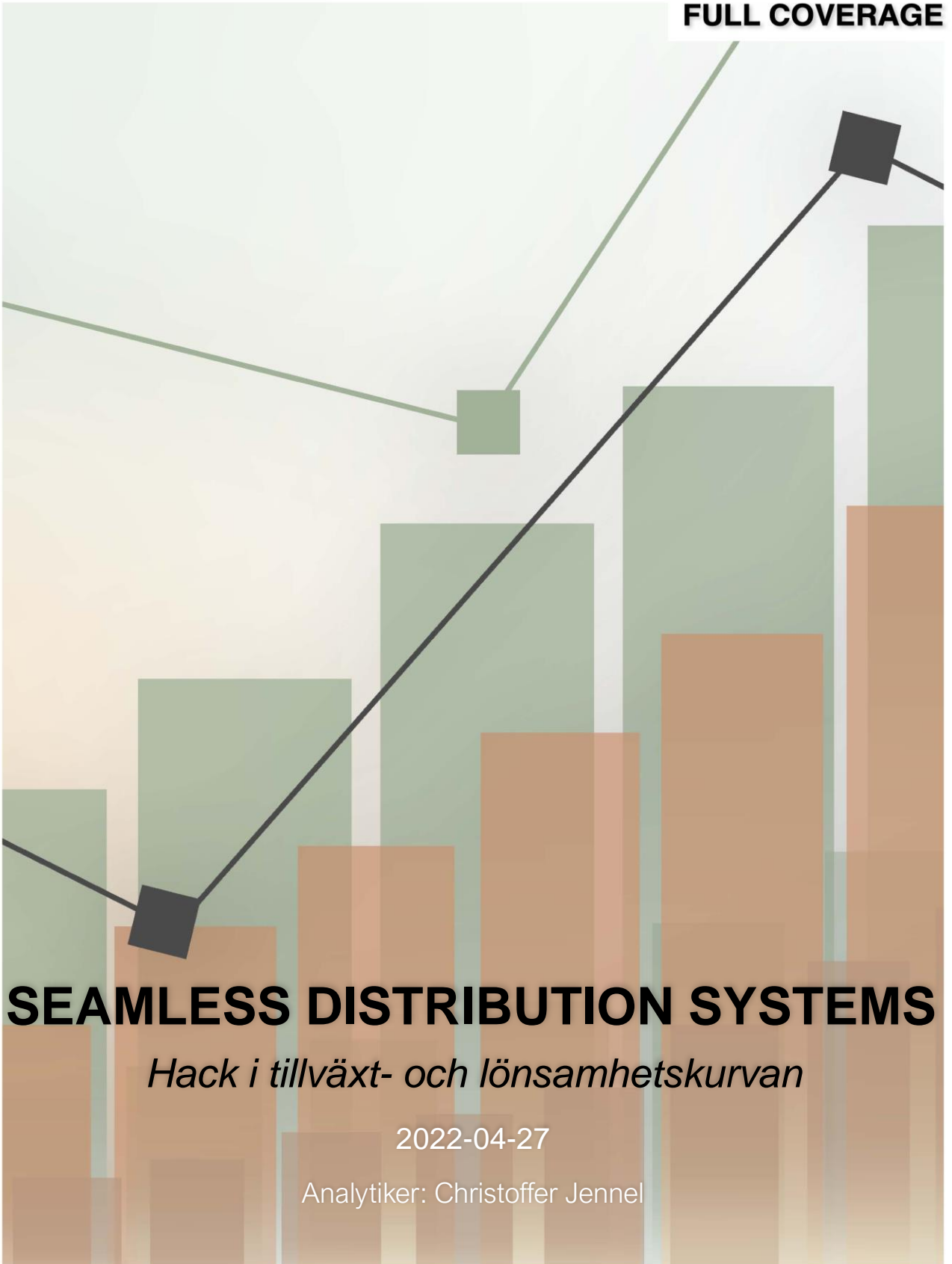


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS

Hack i tillväxt- och lönsamhetskurvan

2022-04-27

Analytiker: Christoffer Jennel

Analyst Group grundades 2014, en tid då informationen att tillgå gällande små- och medelstora bolag ansågs vara bristfällig. Därför valde Analyst Groups grundare att starta upp en analystjänst med visionen att belysa och sprida korrekt information för att ge bättre stöd i investeringsbeslut.

Idag är Analyst Group ett snabbväxande analyshus med huvudsäte i Stockholm och med filial i Lund. Vi arbetar utifrån värdeorden engagemang, passion och förtroende, med ambitionen att skriva korrekta och objektiva analyser. Därför erbjuder vi två typer av analys. Vi erbjuder dels bolag som vi anser intressanta, att på uppdrag, utföra analyser mot ersättning. Samtidigt tillhandahåller vi oberoende analyser på bolag som vi anser har särskilt intressant investeringsidé.

Vår vision är att vara den bästa informationslänken mellan de många investerarna och företagen.

Som länk mellan investerare och företag ger vi stöd i investeringsbeslut, kapitalallokering och kommunikationsvägar.

Vi tror på att hjälpa företag och investerare att bättre förstå varandra

INNEHÅLL

Seamless Distribution Systems AB ("SDS" eller "Bolaget") levererar innovativa lösningar för digitalisering av försäljning och distribution av digitala och fysiska produkter till primärt telekomoperatörer i bl.a. Afrika, Mellanöstern, Amerika och Asien. SDS erbjuder därutöver support och *managed operations* (MOPS) till sina kunder, där distribution tillsammans med support och MOPS är Bolagets största intäktskällor. SDS genomförde under 2018 och 2019 två omfattande förvärv, och tilltänkta synergier från de två förvärven börjar nu realiseras. Ytterligare ett förvärv genomfördes under Q1-21, ett *Big Data Analytics*-företag vid namn Riaktr, som väntas stärka produkterbjudandet och öka tillväxten såväl som lönsamheten. Bolaget är verksamt i 60 länder, hanterar mer än 15 miljarder transaktioner årligen och når över 1,2 miljarder abonnenter. SDS är noterade på First North Stockholm sedan juli 2017.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q1-22	5-6
Investeringsidé	7
Bolagsbeskrivning	8-11
Marknadsanalys	12-13
Finansiell prognos	14-18
Värdering	19-21
Bull & Bear	22
VD-intervju, Mats Victorin	23
Ledning & styrelse	24-25
Appendix	26
Disclaimer	27

VÄRDEDREVARE

8 av 10

SDS har ett välfungerande system som är affärskritiskt för Bolagets kunder. Affärsmodellen är skalbar och möjliggör goda bruttomarginaler. Nyligen erhållna order kombinerat med en stigande andel återkommande intäkter förväntas bidra till stabila kassaflöden under en överskådlig framtid, där merförsäljning förväntas bidra till ökade marginaler. SDS har under de senaste tolv månaderna ingått avtal med åtta nya operatörsgrupper, däribland Telenorgruppen och Vodafone, vilket bäddar för stark organisk tillväxt framgent.

HISTORISK LÖNSAMHET

7 av 10

Historiskt har SDS visat lönsamhet, men visade negativ vinstmarginal under år 2017 och en tunn vinstmarginal under år 2018. Sedan 2019 har Bolaget uppvisat en stigande vinstmarginal, men trots att lönsamheten visar en positiv trend, samt att Bolaget visat lönsamhet på EBIT-nivå de senaste fem räkenskapsåren, sänker hög känslighet mot uteblivna orders betyget något.

LEDNING & STYRELSE

7 av 10

SDS:s ledning och styrelse består av ett erfaret team, där insiderägandet uppgår till ca 3,6 %. Ledningen och styrelsen besitter mångårig och meriterande erfarenhet, men för ett högre betyg hade vi gärna sett ett större insiderägande från ledningsgruppen, vilket hade ingjutit ett högre förtroende.

RISKPROFIL

5 av 10

Då ca 35-40 % av Bolagets intäkter för närvarande är återkommande, är Bolaget fortsatt beroende av nya avtal för att minska svängningar i omsättning mellan kvartalen samt bibehålla eller öka omsättningen år efter år. Omfattningen av de order som löpande mottas, kombinerat med tillströmningen av tilläggsorders, är dock ett bevis på Bolagets förmåga att kontinuerligt skapa nya affärer. Riskprofilen höjs något då de marknader som SDS är aktiva på, i många fall, kan ses som marknader med relativt högre affärsmässig risk.

Analyst Groups betygsättning utgår från fyra huvudparametrar där varje huvudparameter består av ett flertal underparametrar med individuell betygsättning, vilka summerar till ett viktat slutbetyg för varje huvudparameter.

Värde drivare, Historisk Lönsamhet och Ledning & Styrelse sträcker sig från 1 till 10, där 10 är högsta betyg.

Riskprofil sträcker sig från 1 till 10, där 10 är att anse som högst risk.

SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS (SDS)

HACK I TILLVÄXT- OCH LÖNSAMHETSKURVAN

En viktig hörnsten i SDS:s organiska tillväxt är att växa med sina kunder genom att ta sig in på nya marknader, men även utveckla nya produkter och affärsområden. Under år 2021 har SDS kommit in i åtta nya operatörsgrupper, däribland världsledande operatörer såsom Vodafone, Telenorsgruppen och Orange, vilket stärker utsikterna för accelererad organisk tillväxt. Med befintliga kundavtal, stärkt produktportfölj och stigande andel återkommande intäkter, bedöms omsättningen kunna fortsätta öka framgent. Givet den skalbara affärsmodellen estimeras den ökade omsättningen leda till ett EBITDA-resultat om 81,9 MSEK år 2022. Baserat på en relativvärdering, härleds ett värde per aktie om 60 SEK på 2022 års prognoser.

Hack i tillväxt- och lönsamhetskurvan

Nettoomsättningen under Q1-22 uppgick till 63,1 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 2,6 % Y-Y men samtidigt -20 % lägre än vad som uppvisades under Q4-21. EBITDA-resultatet uppgick till 9,3 MSEK, även det lägre än dels föregående år (13,9), dels jämfört med Q4-21 (19,6). Likväl var SDS:s Q1-rapport sämre än vår förväntansbild, där vi estimerat en omsättning omkring 73-76 MSEK med ett EBITDA-resultat om ca 18-19 MSEK. Än en gång blir det tydligt att SDS inte är ett kvartalsbolag, detta eftersom förklaringen bakom intäkt- och lönsamhetstappet Q-Q härrör till att två större ordrar inte kunnat stängas under kvartalet. Givet en högre kostnadskostym, tillika operationell hävstång, som tillkommit genom SDS:s senaste förvärv får en minskad försäljning en stor effekt på resultatet, och vice versa. Vi estimerar därför ett i synnerhet starkt andra kvartal, givet den medvind som tillfaller från de två större orderarna.

Vårt värderingsintervall hålls intakt

SDS ska inte bedömas enkom på kvartalsbasis av just den anledningen som vi fick bevittna under Q1-22. Bolaget är ännu i viss utsträckning beroende av engångsordrar, varför tajmingen av dessa bidrar till att SDS:s finansiella resultat kan vara volatila från kvartal till kvartal. SDS har en tydlig strategi framöver i syfte att jämna ut intäktsintjäningen, genom att i ökad utsträckning sälja Bolagets tjänster och produkter via en SaaS-prissättning. Analyst Group bedömer att 2022 års estimat ännu är intakta, där det snarare rör sig om ett tillfälligt hack i tillväxt- och lönsamhetskurvan, varför värderingsintervallet kvarstår¹.

Påfylld kassa banar vägen för accelererad tillväxt

Under Q1-22 tog SDS in 20 MSEK genom en riktad emission vilket stärker Bolagets finansiella muskler och således möjliggör ökad innovationstakt samt en fortsatt breddning av produkt erbjudandet. Genom kontinuerlig produktutveckling har SDS gått från att historiskt vara ett enproduktbolag till att tillhandahålla flertalet lösningar inom tre olika affärsområden. Detta har medfört att SDS som aktör blivit än desto mer affärskritiska och *sticky*, samtidigt som ett fortsatt breddat produkt erbjudande banar vägen för en accelererad organisk tillväxt framgent.

AKTIEKURS 35,7 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2022 ÅRS PROGNOSE

BEAR 32,8 kr	BASE 60,0 kr	BULL 78,5 kr
------------------------	------------------------	------------------------

Värderingen baseras på flera antaganden och både prognoser och en förändrad kapitalstruktur kan komma att påverka värderingen.

SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS	
Stängningskurs (2022-04-26)	35,7
Antal Aktier	10 462 924
Market Cap (MSEK)	373,5
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	184,5
Enterprise Value (EV) (MSEK)	558,0
V.52 prisintervall (SEK)	53,1 – 32,0

UTVECKLING	
1 månad	-5,9 %
3 månader	-19,1 %
1 år	-26,6 %
YTD	-29,0%

HUVUDÄGARE (KÄLLA: SDS:S HEMSIDA)	
Avanza Pension	17,4 %
Goldman Sachs International	9,5 %
Swedbank Försäkring	9,3 %
Saxo Bank A/S Client Assets	9,2 %
Veronica Wallman	6,5 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Mats Victorin
Styrelseordförande	Leif Frykman

FINANSIELL KALENDER	
Kvartalsrapport 2 2022	2022-07-21

Prognos (Base), MSEK	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	295,6	288,2	328,5	368,0	404,8
Omsättningstillväxt	20,4%	-2,5%	14,0%	12,0%	10,0%
Bruttoresultat	187,4	187,4	219,9	247,2	274,0
Bruttomarginal	56,4%	65,0%	66,9%	67,2%	67,7%
EBITDA	50,1	64,3	81,9	96,4	115,0
EBITDA-marginal	17,0%	22,3%	24,9%	26,2%	28,4%
P/S	1,3	1,3	1,1	1,0	0,9
EV/S	1,9	1,9	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA	11,1	8,7	6,8	5,8	4,9

¹ Utspädnings-effekten om ca 5,5 % i samband med den riktade emissionen vägs upp av en mindre uppjustering av vald multipl givet hur vald peer-grupp värderas till, varför värderingsintervallet är densamma.

KOMMENTAR Q1-22

Svagare omsättning än väntat under Q1-22

2,6 %
TILLVÄXT
Y-Y...

... MEN
FÖRKLARAS AV
TAJNING I
ORDRAR
BORTOM
BOLAGETS
KONTROLL

Omsättningen under det första kvartalet år 2022 uppgick till 63,1 MSEK, motsvarande en omsättningstillväxt om 2,6 % Y-Y, vilket var under våra förväntningar om 73-76 MSEK och av att tyda från VD-ordet från Mats Victorin var omsättningen även under bolagets egna förväntningar. Som vi skrev i anslutning till Q4-rapporten 2021 låg våra förväntningar på ett något svagare Q1-22 än vad som uppvisades under Q3 och Q4-21, givet en nedåtgående trend i orderingången, men utfallet under första kvartalet 2022 var, som nämnt ovan, i underkant. Däremot, och som vi belyst ett flertal gånger, är SDS inte ett kvartalsbolag givet dess beroende av nyförsäljning, något som förvisso har reducerats senaste kvartalen givet övergången till en SaaS-affärsmodell mot nya kunder samt förvärvet av Riaktr, vilka har en stor andel återkommande intäkter. Anledningen till omsättningstappet Q-Q (-20 %) hänförs till att två större ordrar inte har realiserats och därmed intäktsredovisas under kvartalet, vilket var bortom SDS:s kontroll, varför dessa kommer att bidra till omsättningen under Q2-22 istället.

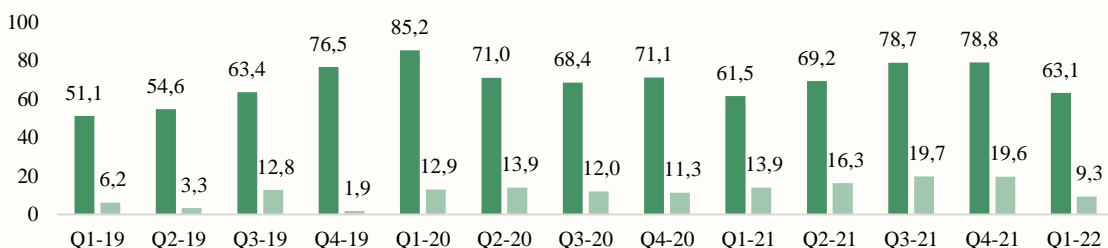
Omsättningstappet under Q1-22 ser Analyst Group inte som alarmerande givet hur intäktsströmmarna historiskt brukar se ut för ett bolag som SDS, vilka ska bedömas under en längre period. Vad som däremot fångar vår uppmärksamhet är att orderingången ännu är kvar på relativt låga nivåer och i linje med Q4-21, under kvartalet har bolaget vunnit 13 ordrar. Även om SDS i mindre utsträckning är beroende av nya orders i takt med att andelen återkommande intäkter ökat senaste kvartalen, är beroendet av nya orders ännu av betydande karaktär, samtidigt som orderingången ger indikationer gällande omsättningsutvecklingen under kommande kvartal. De återkommande intäkterna under Q1-22 var rent omsättningsmässigt i linje med både Q3 och Q4-21, däremot var andelen av de totala intäkterna betydligt högre än tidigare kvartal (47 %), dock förklarar av en lägre omsättning givet att två större ordrar inte realiserades under kvartalet. Medan orderingången var oförändrat Q-Q, vilket i viss utsträckning indikerar en fortsatt försiktig utveckling kommande kvartal, finns det faktorer som pekar på att orderingången kan stärkas kommande kvartal. Förutom ett vässat produkterbjudande och arbete med *cross-selling* på bolagets utökade kundbas som tillkommit via förvärv, har SDS, enligt bolaget, attraherat stort intresse och initierat ett flertal nya affärsdiskussioner från såväl befintliga som potentiella kunder efter bolagets deltagande på eventet Mobile World Congress (MWC) som hölls vid månadsskiftet februari-mars. Detta är något Analyst Group vill se resultera i en stärkt orderingång kommande kvartal och är något vi således kommer följa noggrant.

Omsättningen för SDD uppgick under Q1-22 till 20,7 MSEK vilket dels är en minskning med 13 % Y-Y, dels en minskning med 6,1 % Q-Q. Restriktionerna i Norden avskaffades tidigt under första kvartalet och Analyst Group tolkar den fortsatt kvartalsvisa nedgången i omsättningen som uppvisats under Q4-21 och nu senast under Q1-22 som att köpmönstret för påfyllning av kontantkort har påverkats negativt av pandemin. Däremot, som vi har påpekat tidigare, förväntar vi oss att den organiska tillväxten primärt kommer att härröra från SDS-vertikalen framgent, vilket på sikt förväntas resultera i att SDD-vertikalen utgör en successivt lägre andel av de totala intäkterna, varför även marginalerna för koncernen förväntas stärkas givet att SDD-verksamheten är av låg lönsamhet.

Långa ledtider hos kunder medförde att två större ordrar inte kunde realiserats under Q1-22 vilka väntas bidra till omsättningen och EBITDA-resultatet under Q2-22 istället.

Nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Q1-19-Q1-22

MSEK



Källa: SDS

KOMMENTAR Q1-22 FORTS.

EBITDA-resultatet försvagades i ljuset av en ökad kostnadskostym och långa interna ledtider hos kunder

14,8 %
EBITDA-
MARGINAL

ÖKAD
OPERATIONELL
HÄVSTÅNG
HÄMMAR
LÖNSAMHETEN
NÄR
FÖRSÄLJNINGEN
VIKER

Efter att ha visat på ett positiv momentum i EBITDA-resultatet under helåret 2021, förklarar av realiserade synergier, skalfördelar genom förvärv och vikande försäljning från låglönsamma SDD-vertikalen, uppvisade SDS ett försvagat EBITDA-resultat under Q1-22, uppgående till 9,3 MSEK, en minskning med 10,3 MSEK Q-Q och 4,6 MSEK Y-Y. I takt med förvärven som SDS har genomfört historiskt har således bolagets operationella hävstång ökat, vilket innebär att när försäljningen viker så får det en stor effekt på resultatet givet en ökad andel fasta kostnader, och vice versa. Detta blir särskilt tydligt av det faktum att medan omsättningen minskade med 20 % Q-Q, så har rörelsekostnaderna samtidigt endast minskat med 4,8 %. Med det i åtanke kan det försämrade EBITDA-resultatet förklaras av frånvaron av de två större orderarna under kvartalet, vilket hämmade omsättningen, i kombination med en ökad kostnadsbas, primärt hänfört till förvärvet av Riaktr. EBITDA-marginalen uppgick under Q1-22 till 14,8 %, vilket är lägre än både jämförbart kvartal föregående år (22,6 %) och likväl Q4-21 då EBITDA-marginalen uppgick till 24,9 %. Den avsevärt lägre EBITDA-marginalen förändrar dock inte vår syn på SDS underliggande lönsamhet framöver, utan vi bedömer bolaget åter kan nå de nivåer som uppvisades under H2-21 (~25 %) under kommande kvartal i takt med att försäljningen stärks.

Sammanfattande ord om rapporten

Att år 2022 skulle inledas något försiktigt var enligt vår förväntansbild, men det faktiska utfallet överraskade oss på nedsidan. Vi har dock overseende för att utfallet är ett resultat av en mindre fördelaktig inbokning vad gäller de två förväntade orderarna som ej kunde tillgodoräknas under det första kvartalet, samtidigt som det än en gång påvisar att SDS inte är ett bolag som ska bedömas helt och hållet på kvartalsbasis. För kommande kvartal förväntar Analyst Group en betydligt högre omsättning, tillika ett starkare EBITDA-resultat, än vad som uppvisades under Q1-22. Givet att de två orderarna som förväntades tillfalla Q1-22 inte kunde stängas under kvartalet bedömer Analyst Group att Q2-22 kan bli ett i synnerhet bra kvartal, givet den medvind som tillkommer från dessa två orderar. Vidare ser vi även positivt på den tilläggsordern som SDS mottog under kvartalet i Pakistan från en av de största internationella operatörerna i regionen då den är av strategisk karaktär som stärker SDS:s närvaro i regionen och medför ökad vidimering till koncernen. Genom den riktade emissionen om 20 MSEK som SDS genomförde i slutet av Q1-22 har bolaget stärkt bolagets finanser vilket möjliggör en ökad innovationstakt och fortsatt breddning av produkterbjudandet, vilket förväntas göra SDS som aktör mer *sticky* och affärskritisk, något som banar vägen för att accelererad tillväxt under 2022, vilket vi har estimerat. Vi ser Q1-22 som ett hack i tillväxt- och lönsamhetskurvan, likväl kommer vi att se över våra prognoser och estimat

VI FÖRVÄNTAR
OSS ETT
BETYDLIGT
STARKARE Q2-22

Första kvartalet 2022 i korthet.

SDS Q1-21 vs Q1-22

Seamless
Distribution Systems

Q1-21

61,5 MSEK

Nettoomsättning

13,9 MSEK

EBITDA-resultat

12 st

Antal vunna orders

Q1-22

63,1 MSEK

Nettoomsättning

9,3 MSEK

EBITDA-resultat

13 st

Antal vunna orders

+2,6 %

-33,1 %

+ 1 orders

Källa: SDS

INVESTERINGSIDÉ

KOMMIT IN I 8 NYA
OPERATÖRS-
GRUPPER SENASTE
TOLV MÅNADERNA

VÄLRENOMMERADE
KUNDER (I URVAL)



SDS:S TJÄNSTER
SKAPAR EN VISS
MOAT GENTEMOT
KONKURRENTER

AFFÄRSMODELLEN
INNEBÄR HÖG
SKALBARHET

BEFINNER SIG I EN
SWEET SPOT PÅ
MARKNADEN

328,5 MSEK
I NETTO-
OMSÄTTNING
ESTIMERAS
FÖR HELÅRET
2022

Expanderande kundbas och produktportfölj bäddar för multidimensionell tillväxt

SDS har under år 2021 kommit in i åtta nya operatörsgrupper, dels organiskt dels via förvärv. Två i synnerhet intressanta operatörsgrupper är Telenorsgruppen och Vodafone vilka är bland världens största telekomoperatörer, vilket lägger en solid grund för SDS att växa vertikalt och successivt penetrera nya marknader. SDS har under de senaste åren gått från att vara ett enproduktbolag till att kontinuerligt bredda produkterbjudandet, vilket har stärkt konkurrenskraften på marknaden. SDS har idag tre affärsområden, vari Digital Distribuering/Försäljning (RVM) etablerades först, vars erbjudande har stärkts successivt med nya tekniska lösningar. Därutöver har SDS utvecklat lösningar inom affärsområdena Fintech och Avancerad analys likaså, b.l.a. med lösningar som mikrokrediter, Mobile Money och Business Intelligence. Med förvärvet av Riaktr i Q1-21 vässade SDS erbjudandet inom Avancerad Analys ytterligare genom Riaktrs *State Of The Art* teknik inom Business Intelligence, vilket gör Bolaget än desto mer attraktiva, vilket bäddar för stark organisk tillväxt framgent, både vertikalt och horisontellt.

Tillhandahåller en affärskritisk tjänst

SDS tillhandahåller en för sina kunder affärskritisk tjänst, och Bolaget har vad Analyst Group erfar aldrig blivit av med en kund. Efter långtgående satsningar på hög kvalitet och kundtillfredsställelse har SDS skapat en stabil grund att stå på och således goda referenser, bland annat MTN, Orange och Vodafone, för att kunna accelerera tillväxten ytterligare. Telefonoperatörernas försäljning av samtalstid och data, som utgör en klar majoritet av deras intjäning, hanteras av SDS:s transaktionsplattform ERS 360, vilket gör Bolaget affärskritiska för kunderna. Den tekniska integrationen av SDS:s system medför stora investeringar vilket gör att när kunder väl bytt till SDS, blir *Switching Costs* mycket höga, vilket således ger en typ av *Moat* för SDS. Diverse tilläggstjänster, som t.ex. Business Intelligence och kundlojalitetslösningar, ger även mervärde till kundernas verksamhet, vilket gör att SDS hamnar ännu högre upp i värdekedjan.

Skalbar affärsmodell möjliggör marginalexpansion

Bolaget har en omfattande sälj- och utvecklingsorganisation med, efter förvärvet, ca 300 medarbetare, vilket medför höga fasta kostnader. Organisationen är dock placerad i lågkostnadsländer, och vid högre försäljningsvolymerna tillkommer emellertid inga större kostnader, givet Bolagets kostnadskostym, vilket i sin tur möjliggör höga rörelsemarginaler. Med fokus på mjukvara och högmarginalprodukter för merförsäljning samt återanvändning av skräddarsydda innovationslösningar har SDS skapat en skalbar affärsmodell. Det försäljningsmässiga värdet på tilläggsorders är ofta litet, men med hänsyn till att dessa primärt består av mjukvara bedöms bruttomarginalen vara närmare 100 %. Med hänsyn till detta anser Analyst Group att SDS:s starka innovationsarbete möjliggör ökad lönsamhet, där i princip varje krona som genereras som ett resultat av merförsäljningen faller ned på sista raden.

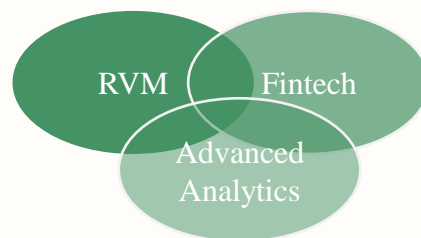
Stark estimerad tillväxt inom SDS:s kärnmarknader medför uthållig efterfrågan

SDS möjliggör digitalisering av mobila och finansiella transaktioner och tjänster i tillväxtländer, vari kärnmarknader primärt utgörs av Afrika söder om Sahara och MENA, där mellan 80-100 % av mobilanvändarna använder kontantkort. De primära marknadsdrivkrafterna: befolkning- och BNP-tillväxt samt ökningen av mobilpenetration och mobilanvändning, pekar samtliga på att SDS är positionerade inom en *Sweet Spot* på marknaden. Att Afrikas befolkning estimeras växa med 50 % under de kommande 20 åren, att 290 av de ca 400 miljoner nya mobilanvändarna som estimeras tillkomma fram till år 2025 verkar inom SDS:s kärnmarknader samt att snabbast BNP-tillväxt estimeras komma från utvecklingsländer framgent gynnar SDS i dubbel bemärkelse. Å ena sidan i form av att befintliga licensavtal kan skalas upp givet fler användare, å andra sidan genom ökade transaktionsvärden, och därigenom ökad intäkt per kund, som ett resultat av ökat välbefinnande, drivet av en stark BNP-tillväxt.

Viss operationell risk men värderingsrabatten är omotiverat hög

SDS verkar inom marknader som är att anse som riskfyllda och därtill är Bolaget fram till dags dato till stor del beroende av engångsintäkter, vilket motiverar att SDS ska värderas med rabatt gentemot utvalda jämförelsebolag. Dock är Bolagets tjänster affärskritiska, och Bolaget har historiskt växt omsättningen tillika EBITDA-resultat i en hög takt, och spås göra så även framgent, varför Analyst Group anser att rådande värderingsrabatt gentemot peers är omotiverad. I ett Base scenario prognostiseras SDS uppvisa en nettoomsättning om 328,5 MSEK under helåret 2022, med ett EBITDA om 81,9 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 14 % respektive 27 %. Baserat på en målmultipel om EV/EBITDA 10x på 2022 års estimat motiveras ett värde per aktie om 60 kr.

BOLAGSBESKRIVNING - SDS



SDS är ett mjukvarubolag som har utvecklat lösningar för elektroniskt distribution av produkter, digitala eller fysiska, genom en omni-kanal, riktad mot privatkonsumenter via mobiloperatörer i tillväxtländer, och tillhandahåller en helhetslösning åt företagskunder för digitala konton och transaktioner. Bolaget verkar idag inom tre affärsområden; Retail Value Management (RVM), Fintech och Advanced Analytics.

Seamless
Distribution Systems

At a glance

+60

Aktiva marknader

+288 MSEK

Omsättning år 2021

+1,1 md

Användare nås indirekt

+ 3 m

Aktiva återförsäljare per månad

+14 mdUSD

Värde av genomförda transaktioner som flödar genom SDS:s system varje år

Retail Value Management – SDS har i flera år utvecklat en systemplattform s.k. ERS 360 som avser att täcka hela ekosystemet av distribuering av elektroniskt värde samt digitalisering av försäljnings- och distributionsprocesser. ERS360 är själva transaktionsplattformen som möjliggör digital produktförsäljning, men affärsområdet har successivt breddats till ett större koncept som inkluderar ytterligare funktioner för att digitalisera varje steg i försäljningsprocessen i syfte att kunna sälja vilken produkt som helst, när som helst och genom valfri kanal. Denna transformation och breddning har möjliggjorts genom att SDS har gått från att ha en monolitisk plattform till en mikroarkitektur och molnbaserad, tillika öppen, struktur, vari SDS kan erbjuda möjligheten att enkelt integrera Bolagets plattform med andra system. Att SDS:s produktportfölj stöds av Microservice-arkitektur medför b.l.a. att Bolaget mer effektivt kan skala upp genom att enkelt kunna lansera nya tjänster, skapa kundunika lösningar, få ned underhållskostnaderna och korta ned implementationstider. Inom Retail Value Management erbjuder SDS lösningar för onboarding, produktförsörjning, försäljningskanaler, kundlojalitet och merförsäljning.

Onboarding	Produktförsörjning	Försäljningskanal	Kundlojalitet	Merförsäljning
<p>Kundkännedom/ Digital identifiering</p> <p>Möjliggör för SDS:s kunder att digitalt, enkelt och snabbt onboarda nya användare.</p>	<p>Distribution och logistik</p> <p>SDS erbjuder en funktion som gör att dess kunder får en komplett, helautomatiserad, datadriven plattform för optimering av leveranskedjan.</p>	<p>Digital produktförsäljning</p> <p>Transaktionsplattformen ERS 360 ger kunderna en stabil och robust plattform med hög skalbarhet och stor kapacitet. Mer om ERS 360 plattformen nämns nedan</p>	<p>Riktade kampanjer och erbjudande</p> <p>SDS har utvecklat system som gör det möjligt för tjänsteleverantörer att b.l.a. skapa och genomföra precisionsmarknadsföring och reklamkampanjer</p>	<p>Digital multi-funktionskassa</p> <p>Tillgodoser kunder med en interaktiv plattform som kan användas via smartphone/surfplatta. Möjliggör för återförsäljare att sälja produkter, digitalt/fysiskt, från ett enda gränssnitt samt hantera sina digitala plånbokskonton och rapporter.</p>

ERS 360 i praktiken

ERS 360-plattformen hanterar end-to-end-lösningar för att elektroniskt distribuera samtalstid, data och andra elektroniska produkter genom olika transaktionskanaler som kommunicerar med plattformen, där distribution via mobiltelefon är vanligast men det kan även ske via t.ex. en kassaterminal eller Web. Konkret innebär detta att telefonoperatörernas återförsäljare integrerar ERS 360 med sina egna system och kan därefter distribuera exempelvis samtalstid och mobildata till kunder genom att använda en mobiltelefon. Plattformen hanterar i många fall upp till 80-90 % av SDS:s kunders intäkter, vilket gör SDS:s lösning direkt affärskritisk. Distribueringen kan göras på tre sätt: via telefonoperatörernas egna försäljare, genom banker, och genom detaljhandelskedjor, så som exempelvis 7-eleven. Denna modell har stora fördelar gentemot den klassiska modellen där s.k. *scratch cards* används. Scratch cards är värdebevis där kunden köper ett kort, liknande en trisslott, där ett nummer skrapas fram som används i syfte att fylla på samtalstid. Scratch cards-modellen medför höga kostnader för operatörerna, där behovet av omfattande distributionskanaler är den huvudsakliga nackdelen, men även att modellen inte lämpar sig för att sälja samtalstid i mindre belopp då dessa oftast kommer i bestämda belopp.

ERS 360
HANTERAR UPP
MOT 90 % AV
KUNDERNAS
INTÄKTER

BOLAGSBESKRIVNING - SDS




Fintech - SDS har kombinerat Bolagets teknik och transaktionsexpertis till finansområdet för att kunna leverera finansiella tjänster till utvecklingsländer, vilka Bolaget verkar inom. I den finansiella produktportföljen erbjuder SDS dels mikrokrediter, dels ett urval av mobila finansiella tjänster. Mikrokrediter möjliggör för återförsäljare att låna och fortsätta distribuera digitala värden även när återförsäljarens lager av digitala produkter är slut. Denna modell medför två huvudsakliga fördelar: Önskad stopp i försäljningen upphör samt att SDS får en intäkt i form av ränta. Bolaget får dessutom tillgång till omfattande data som möjliggör analys av distributörernas försäljningsprocesser. För att möjliggöra mikrokredittjänsten agerar SDS som en virtuell strategisk distributör och köper digitala produkter i förväg, så att operatören inte behöver ta någon kreditrisk.

Hur
mikrokredit-
tjänsten funkar



Avseende de mobila finansiella tjänsterna erbjuder SDS lösningar som omvandlar mobiltelefonen till ett verktyg för digital betalning och överföring av pengar. SDS har b.l.a. utvecklat en Swish-liknande tjänst som inte nödvändigtvis är kopplat till ett bankkonto, för dem som har begränsade resurser eller tillgänglighet till en traditionell bank. Vidare har SDS genom funktionen Payment Gateway möjliggjort kreditkortsbetalningar genom systemet.

Urval av produkter inom mobila finansiella tjänster

MWallet		Digitalt och säkert värdekonto som tillåter användare att förvara, skicka och ta emot pengar direkt via telefon, utan att behöva bära på kontanter eller kort.
Betalning- och handelslösningar		Gör det möjligt för användare att betala dels räkningar, dels göra betalningar till butiksåterförsäljare närsomhelst, varsomhelst, genom deras värdekonton.
Peer-to-Peer utlåning		Möjliggör digitala monetära överföringar mellan två kontohavare, ombud-till-ombud såväl som användare-till-användare.

Advanced Analytics - SDS hanterar ungefär 3,7 miljarder transaktioner varje kvartal, vilket genererar en stor mängd data. Med hjälp av AI och Big Data kan SDS, via insamlad data, tillgodose skräddarsydda insikter och åtgärdsförslag i hur SDS:s kunder kan optimera försäljningen. Det kan röra sig om konkreta försäljningsstrategier på mikronivå eller för att få en visuell överblick över produktprestanda baserat på t.ex. geografi, produkt- och abonnentkoncentration. Förutom att dessa insikter underlättar beslutsprocesser för telekomoperatörerna, kan de därtill öka konkurrenskraften, effektiviteten samt minska kostnaderna. Tekniken blir med andra ord affärskritisk för telekomoperatörerna för att kvarstå konkurrenskraftiga i en annars fragmenterad marknad som telekom är. Förvärvet av Riaktr under Q1-21 stärkte SDS:s produktbjudande inom AI-baserad affärsanalys, Business Intelligence ("BI"), vilken kommer att komplettera redan befintlig teknik som Bolaget utvecklat. Med Riaktr får SDS även ett annat värdefullt analysverktyg, s.k. Smart Capex, vilken är en mjukvarulösning vari telekomoperatörerna ges insikt i b.l.a. hur de ska placera ut sin infrastruktur av nätverk, så att de kan optimera täckningen inom landet för exempelvis 5G och fiber. Detta är av stort värde för telekomoperatörerna givet de enorma investeringar som krävs.

Business
Intelligence

ERS 360°

~ 3 700 000 000
Transaktioner per kvartal



Konkreta strategier och råd för att optimera kundernas försäljning/distribution i realtid

BOLAGSBESKRIVNING - SDS

Intäktsmodell

SAAS-MODELL GÖR ATT SDS SNABBT KAN SKALA UPP

Historiskt har affärsmodellen grundat sig i att sälja licenser och integrationstjänster i form av en större initial engångsaffär (Capex-installation) enligt fastprisavtal, med efterföljande support- och drifttjänster till ett värde runt 15-20 % av den initiala affären. I Q4-rapporten 2020 kommunicerades att den prioriterade affärsmodellen för nya kunder framgent istället kommer grundas i en SaaS-prissättning avseende SDS:s produkter ur RVM-sviten eller Riaktrs två produkter, vilket ändrar den initiala engångslicensen till återkommande licensavgifter, vilket kommer att medföra högre intäkter och marginaler över tid, dock lägre initiala intäkter och ordervärden. SDS erhåller intäkter genom:

01 Licensförsäljning

Den vanligaste licensmodellen är en engångslicens med ett förutbestämt antal transaktioner per månad. Ökar antalet transaktioner över denna nivå måste kunden köpa utökad licenskapacitet. Denna intäktsmodell medför att SDS växer tillsammans med sina kunder när volymer ökar. SDS kommer som nämnt successivt övergå till SaaS-prissättning.

02 Intäktsdelning

I vissa fall använder SDS s.k. *revenue share*. Detta innebär att SDS delar intäkterna tillsammans med mobiloperatörer och distributörer, baserat på försäljningen

03 MOPS

SDS erbjuder både support och s.k. managed operations ("MOPS"), där Bolaget tar ansvar för drift och övervakning av ERS 360-plattformen. Intäkterna för dessa tjänster beror på vilken servicenivå kunden väljer.

04 Riaktr

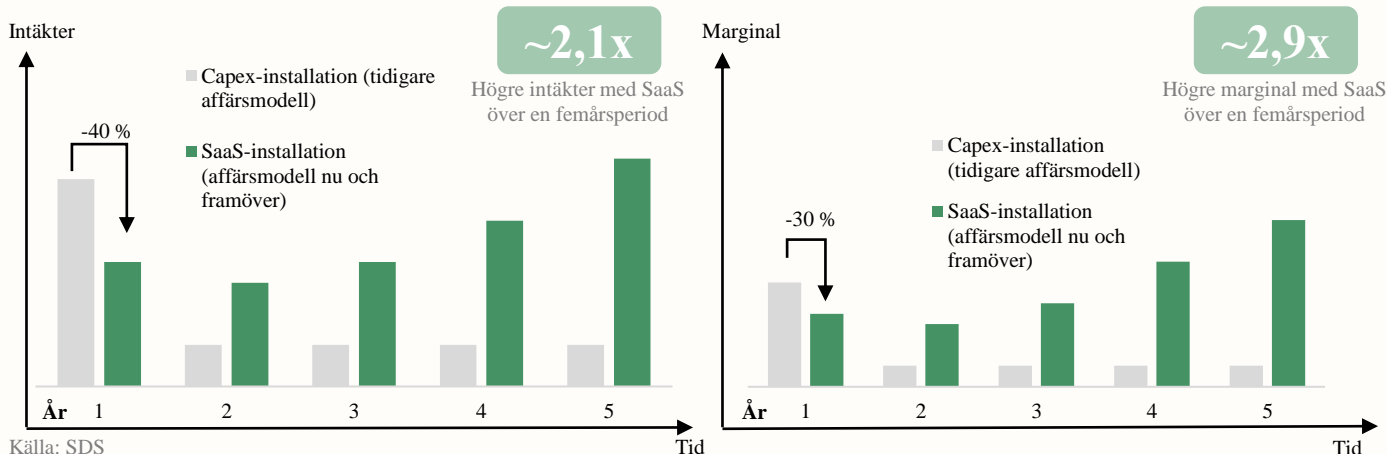
Förvärvet av Riaktr breddade koncernens erbjudande med kompletterande produkter i värdekedjan. *Smart Sales & Distribution* är en marknadsledande rekommendationsmotor för försäljning- och distributionsteam, och *Smart Capex* optimerar nätverksinvesteringsplanering för 5G och Fiber. Över 60 % av Riaktrs intäkter är återkommande genom SaaS.

05 Kredittjänster

Riktat sig till återförsäljare och avser distribution av taltid och mobildata. SDS tecknar avtal med mobiloperatören, varefter SDS köper taltid och mobildata av operatören för att därefter låna ut till återförsäljaren vid behov. SDS kan därmed erhålla ränta på utlånat elektroniskt värde till dess att krediten återbetalas av återförsäljaren.

Övergången till SaaS-modell kommer att möjliggöra ökade intäkter, tillika marginaler, samtidigt som affärsmodellen blir mer "sticky".

Illustrering över hur övergången från Capex-installation till SaaS-installation får för effekt på intäkter och marginaler över tid.



Kostnadsdrivare

SDS:s huvudsakliga kostnader är kostnader för personal. Detta syns i redovisningen delvis som personalkostnader, men även posten "övriga externa kostnader" består i huvudsak av kostnader för konsulter inom bl.a. mjukvaruutveckling. Bolagets mjukvara är välutvecklad och vid ökade försäljningsvolymerna kan endast mindre kostnader antas tillkomma, däribland materialkostnader, vilket resulterar i höga bruttomarginaler. En majoritet av SDS:s kostnader är därför fasta.

Strategiska utsikter

Bolaget är verksamma på en trögriklig marknad där *scratch cards* har varit det dominerande tillvägagångssättet under en längre tid. Trots att SDS:s system medför betydande direkta fördelar för operatörerna innebär en övergång till SDS ett byte från befintlig lösning för digital försäljning av samtalstid och data, varför det är essentiellt att SDS är framgångsrika i sitt säljarbete framgent. En del i SDS:s tillväxtstrategi är att konsolidera ytterligare aktörer, likt så som Bolaget har gjort med t.ex. eServGlobal och Riaktr, inom den fragmentiserade telekombranschen. Genom förvärv tillåts SDS bli en ännu större koncern vilket medför en ökad vidimering för dels Bolaget i sig men även för tekniken, vilket kan minska införsäljningströsklar till större telefonoperatörer. Vad som blir viktigt för Bolaget blir därför att snabbt realisera synergieffekter och upprätta en kostnadseffektiv affärsintegrering, något Bolaget historiskt varit framgångsrika med.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

BOLAGSBESKRIVNING - SDD

Primär produktportfölj

SDD är verksamma inom distribution av elektroniska produkter inom detaljhandeln och bankväsendet. Erbjudandet innehåller bl.a. påfyllning av samtalstid, elektroniska värdecheckar samt betalningslösningar för onlinebetalningar, där SDD använder sig av SDS:s egenutvecklade ERS 360 plattform för den digitala leveransen. SDD:s ERS-plattform hanterar över sex miljoner transaktioner till ett värde av 500 miljoner kronor årligen på de två marknader som SDD är aktiva på, Sverige och Danmark, där Sverige utgör en tydlig majoritet. SDD har två huvudsakliga kundgrupper:

+ 6 000 000
TRANSAKTIONER
HANTERAR SDD
ÅRLIGEN

- **Detaljhandelsföretag:** SDD tillhandahåller tjänster för detaljhandelsföretag som bidrar till merförsäljning och kostnadseffektivitet. SDD integrerar sina produkter i butikernas elektroniska system, exempelvis i kassaregistret eller kreditkortsterminalen, och kan på så sätt enkelt erbjuda sina produkter genom befintliga system utan behov av ytterligare hårdvara. Ett exempel på en sådan produkt är SDD:s *eVoucher*, ett elektroniskt värdebevis som butiken genom kassasystemet kan skicka direkt till kunden. Ett annat exempel är SDD:s *paysafecard*, som är en lösning för att eliminera risken vid onlinebetalningar. Kunden köper ett s.k. *paysafecard*, liknande ett presentkort, på exempelvis Willys eller Hemköp, som därefter kan användas vid onlineköp.
- **Banker:** SDD agerar som en mellanhand mellan banker och telefonoperatörer, där slutkunden ges möjlighet att fylla på kontantkort automatiskt, direkt genom banken. Genom en enkel integration hos banken, får banken möjlighet att automatiskt fylla på kontantkort hos alla mobiloperatörer.

Påfyllning av mobila laddningar via bank har vuxit till en av de viktigaste kanalerna för distribution för SDD. Bolaget erbjuder en nyckelfärdig lösning för banker och mobiloperatörerna, som möjliggör mobila laddningar via alla befintliga banker från alla operatörer.

Urval av SDD:s leverantörer och banksamarbeten

Retail, telekom



Bank



Kostnadsdrivare

SDD bedriver, till skillnad från SDS, en lågmarginalverksamhet där materialkostnaderna är höga. Detta är ett resultat av att Bolaget distribuerar stora mängder värdebevis, t.ex. *paysafecard*. Bruttomarginalen har sedan 2015 med anledning av detta varierat mellan cirka 1,0 % och 4,5 %. SDD har historiskt suttit i oförmånliga avtal som missgynnat bolaget, vilket har resulterat i förluster. SDD har dock framgångsrikt lyckats omförhandla befintliga avtal i syfte att höja bruttomarginalen.

Strategiska utmaningar

SDD har historiskt dragits med förluster, men sedan SDS förvärvade bolaget under H2-18 har SDD, genom kostnadseffektiviseringar och ingåendet av nya, mer fördelaktiga, avtal lyckats vända till en mindre vinst. Verksamheten präglas av låga marginaler, och såväl fortsatt kostnadseffektivitet som höga försäljningsvolymerna är därav avgörande för framtida lönsamhet. Likt hur pandemin har ändrat konsumenters beteende och efterfrågan i flertalet branscher åt det digitala, är köpmönstret i handeln inget undantag, med färre påfyllningar av kontantkort som följd. Sannolikt kommer ett flertal konsumenter behålla det nya köpmönstret, vilket därmed kan hämma SDD:s försäljning framgent. Innan pandemin taktade SDD en omsättning omkring 30 MSEK/kvartal och under 2021 var omsättningen i genomsnitt 23,8 MSEK/kvartal, vad som blir viktigt framgent blir därför att fortsätta vara kostnadseffektiva i rörelsen för att bibehålla lönsamheten, men även utveckla samt erbjuda nya tjänster och lösningar för att accelerera intäkterna över tid.

PANDEMIN HAR
ÄNDRAT
KÖPMÖNSTRET I
HANDELN

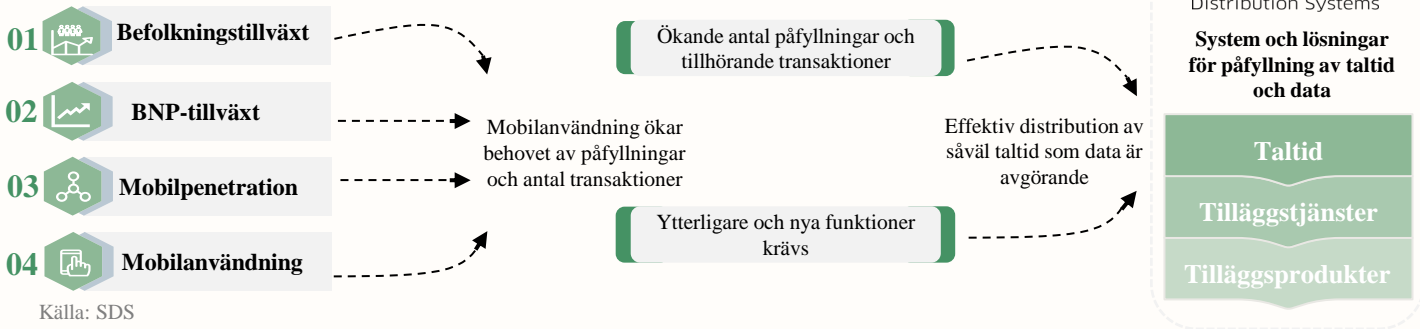
MARKNADSANALYS

~ 60 LÄNDER
ÄR SDS
VERKSAMMA
INOM

SDS har en bred kundportfölj och är verksamma i ca 60 länder, varvid flera av Afrikas största länder så som Sydafrika, Nigeria, Etiopien och Algeriet, som tillsammans har en befolkning på över 500 miljoner människor. Gemensamt för dessa länder är att BNP per capita ofta hör till de lägsta i världen, å andra sidan upplever dessa marknader samtidigt förhållandevis hög tillväxt på flera håll, där bland annat teknologisk utveckling ligger till grund för tillväxten. I spåren av Covid-19 har det blivit allt tydligare för telekomoperatörerna att digitalisering av försäljnings- och distributionsnät behövs accelereras, i synnerhet om fysisk tillgång till detaljhandelsnätverk och infrastruktur inte är tillräckligt väl utvecklad för att sälja eller distribuera produkter. Fyra exempel på trender som förväntas driva marknaden för kontantkort framgent är:

SDS är väl positionerade för att kapitalisera på marknadstrenderna, vilket lägger grund för uthållig organisk tillväxt.

Hur marknadstrenderna gynnar SDS:s verksamhet.



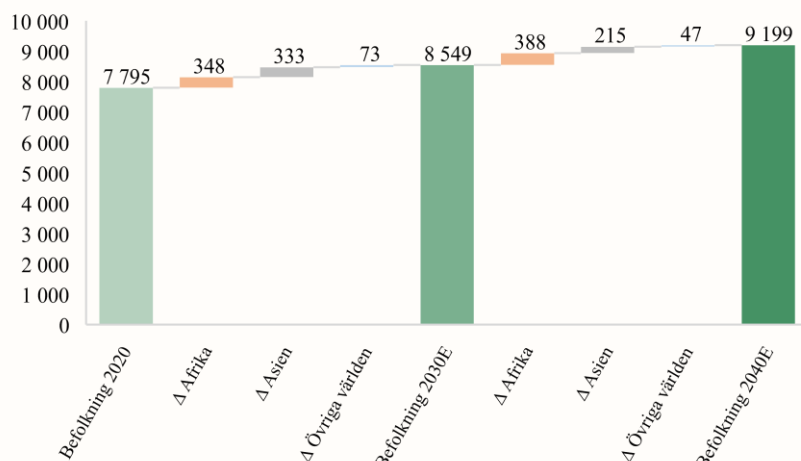
Strukturella drivkrafter medför en uthållig efterfrågan på SDS:s produktportfölj

SDS har sedan Bolaget grundades år 2001 successivt etablerat en allt starkare närvaro på tillväxtmarknader såsom Afrika, Asien och Mellanöstern, vilket har möjliggjorts genom en ökad penetration av telekomoperatörer i regionerna samt ett kontinuerligt breddat produktutbud. Kännetecknade för dessa marknader är att mellan 80-100 % av mobilanvändarna förlitar sig på kontantkort varför högpresterande transaktionssystem som möjliggör påfyllning av kontantkort är avgörande. Vidare indikerar makro- och marknadsutvecklingsdata en avsevärt potential på dessa globala tillväxtmarknader, vari exempelvis Afrikas befolkning estimeras växa med 50 % under de kommande 20 åren och utgöra ca 25 % av världens befolkning, vilket i kombination med en relativt högre BNP-tillväxt i utvecklingsländer, speglar av ett ökat välstånd och köpkraft, är två strukturella trender som understödjer en uthållig underliggande efterfrågan för SDS:s produktutbud. Högst BNP-tillväxt under 2022 och 2023 estimeras i tillväxt- och utvecklingsländer i Asien följt av Mellanöstern och Centralasien, med en BNP-tillväxt om 5,4 % respektive 5,6 %, vilket är högre än den estimerade BNP-tillväxten för den globala ekonomin, vilken uppgår till 3,6 % för år 2022.

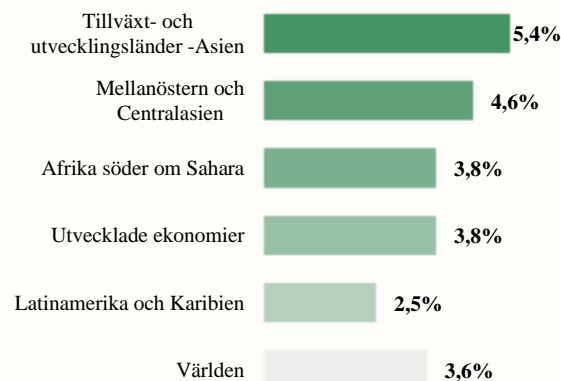
Högst befolknings- och BNP-tillväxt förväntas komma från utvecklingsländer, vilket gynnar SDS.

Hur marknadstrenderna gynnar SDS:s verksamhet.

Miljoner



BNP-tillväxt, 2022



Källa: UN World Population Prospect 2019, International Monetary Fund 2022

MARKNADSANALYS

Hög andel kontantkort globalt gynnar SDS

I slutet av år 2021 använde 5,3 miljarder människor, ca 67 % av världens befolkning, mobiltjänster och fram till år 2025 estimeras ca 400 miljoner nya mobilanvändare tillkomma, främst av ökning i Asien- och Stillahavsområdet, Afrika söder om Sahara, samt i Mellanöstern och Nordafrika, vilka är SDS:s kärnmarknader. I Afrika är kontantkort den dominerande tjänsten där graden av kontantkortsanvändning i de flesta afrikanska länderna varierar ofta mellan 80 % och 100 %, vari Sydafrika, vilka anses som det mest utvecklade afrikanska landet, har en kontantkortsanvändning om ca 88 %. I genomsnitt är graden av kontantkortsanvändning ca 94 % i Afrika. Detta är ett resultat av att bl.a. folkbokföringsystem och bankväsende är icke-fungerande i stora delar av Afrika. Mobiloperatörerna har därmed inte möjlighet att erbjuda abonnemang till sina kunder, då det inte finns möjligheter att testa t.ex. kreditvärdighet. Kunderna själva har många gånger opålitliga inkomster, vilket medför att de inte heller vill binda upp sig i form av ett abonnemang. På kort- och medellång sikt finns inga större indikationer på att detta kommer ändras, vilket gynnar SDS, eftersom affärsmodellen är baserad på intäkter från kontantkort. SDS verkar även inom mer utvecklade marknader, främst i Norden genom dotterbolaget SDD, och där står kontantkort för ca 25 % av mobiltelefonanvändningen, varför det är än idag relevant för SDS att distribuera förbetalda kort även inom Norden.

Låg andel människor med mobiltelefon

I Afrika estimeras att cirka 46 % av möjliga konsumenter hade en mobiltelefon under år 2020. Detta är en låg andel i jämförelse med andra delar av världen, där den globala marknadspenetrationen uppskattas till cirka 67 %. Framgent estimeras denna andel öka i Afrika, som ett resultat av bl.a. BNP-tillväxt. Under perioden 2020-2025 estimeras antalet unika mobiltelefonkonsumenter öka med en CAGR om 4,4 %, från 495 miljoner till 615 miljoner människor. Marknadspenetrationen estimeras under samma period stiga till cirka 50%.

Högre andel smartphones förväntas driva datatrafik

Andelen smartphones är, precis som mobilpenetrationen, låg i Afrika. Under år 2020 var ca 48 % av alla mobiltelefonanslutningar i Afrika via smartphones. Detta är att jämföra med det globala snittet om 75 %. Denna andel förväntas öka framgent, drivet av teknologisk utveckling som möjliggör billigare smartphones och år 2025 väntas penetrationsgraden av smartphones i Afrika uppgå till 64 %. Eftersom smartphones möjliggör en mer avancerad användning av mobila enheter, där bl.a. efterfrågan på mobila internetjänster stiger, väntas den totala datatrafiken öka med anledning av övergången till smartphones. Detta medför att transaktionsvärdet, det vill säga värdet per påfyllning av kontantkort, kan komma att stiga framgent, vilket skulle gynna SDS.

5,3 MILJARDER
MÄNNISKOR
ANVÄNDE
MOBILTJÄNSTER
UNDER 2021

25 %



ANDEL AV MOBIL-
ANVÄNDNINGEN I
NORDEN UTGÖRS
AV KONTANTKORT

48 % → 64 %

ANDEL
SMARTPHONE-
ANVÄNDARE I
AFRIKA
2020-2025E

Antalet mobiltelefonanvändare i Afrika förväntas öka till mer än 600 miljoner människor under de kommande åren.

Antal mobilanvändare och mobiltelefonanvändare i andel av befolkningen, Afrika, 2020-2025E

Unika mobilanvändare 				Andel smartphone 		
Region	2020	2025E		Region	2020	2025E
Globalt	5,3b	5,7b	CAGR: 1,8 %	Globalt	68%	81%
Afrika	495m	615m	CAGR: 4,4 %	MENA-regionen	66%	80%
				Afrika	48%	64%

Källa: GSMA, 2022 & 2021

SDS kan komma att penetrera andra branscher med sina tekniska produkter framgent

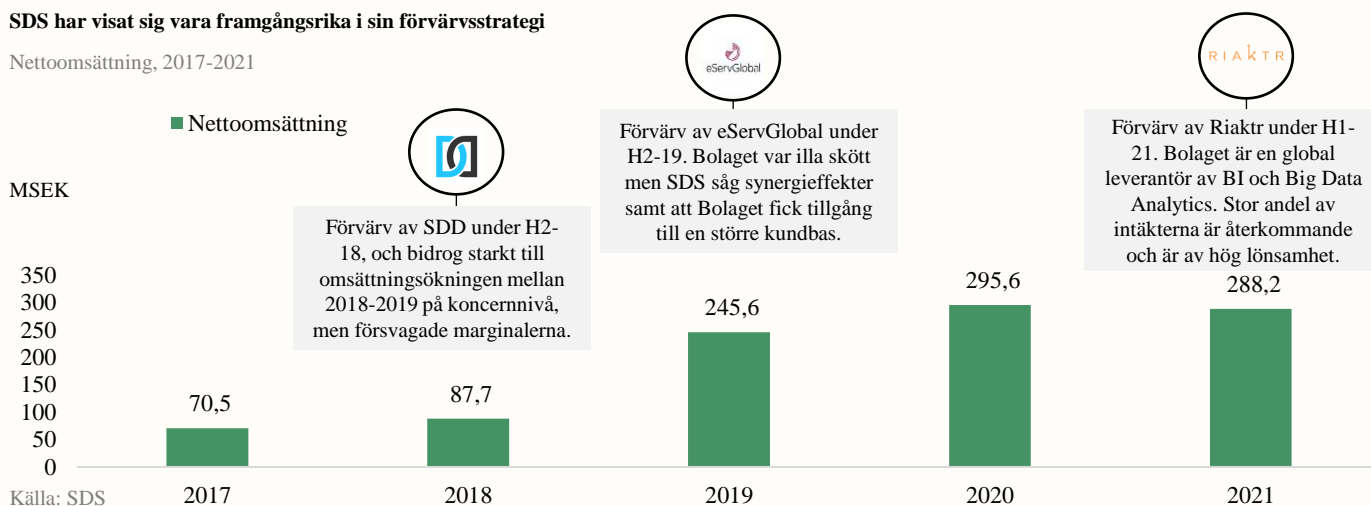
Bolagets teknik och tillika produktportfölj är inte enbart begränsad till telekombranschen, vilket de primärt opererar inom fram till dags dato, utan kan komma att tillämpas inom andra branscher framgent. SDS har idag således lösningar för detaljhandels- och finansbranschen, men har dock valt att fokusera på telekom, där ambitionen är att först etablera en stark ställning inom denna nisch. Därefter avses fler vertikaler inom FMCG (snabbbrörliga konsumentvaror) penetreras genom Bolagets breda produktportfölj som digitaliserar och, med stöd av AI och Big Data, även optimerar försäljningen.

FINANSIELL PROGNOSS

SDS har senaste åren haft en god tillväxt, med en CAGR under perioden 2017-2021 om ca 42 %, där primärt förvärvet av SDD är starkt bidragande till försäljningsökningen. Förvärvet genomfördes då Bolaget fick tillgång till den nordiska marknaden, en marknad som än idag är omfattande, där över 25 % av mobilanvändning härrör från kontantkort. SDS såg därtill tydliga kostnadssynergier, dels på personalnivå men dessutom genom att utnyttja Bolagets egna innovativa programvara för digital distribution. I samband med förvärvet var SDD ett olönsamt bolag med sjunkande omsättning, men SDS har, efter lyckat integrering, fått SDD lönsamt med svagt ökande omsättning sedan förvärvet. eServGlobal var en direkt konkurrent till SDS, som dock var illa skött, med hög kostnadsbas. Här såg SDS skalfördelar, dels genom kostnadseffektivisering men framförallt få tillgång till en större kundbas. SDS har b.l.a. lyckats sänka personalkostnaderna i eServGlobal med över 60 % och därtill framgångsrikt migrerat flera kunder från eServGlobal till SDS egna plattform, som dessutom lagt flertalet tilläggsordrar. Ett exempel på detta är den tilläggsorder SDS erhöi från en mobiloperatör från Saudiarabien under Q1-21, som var en kund till eServGlobal, och visar att SDS:s förvärvsstrategi i förlängningen leder till organisk tillväxt.

SDS har visat sig vara framgångsrika i sin förvärvsstrategi

Nettoomsättning, 2017-2021



Källa: SDS

EX. PÅ NYA KUNDER FRÅN RIAKTR

proximus



Olikt tidigare förvärv har det senaste förvärvet, Riaktr, en god finansiell profil med hög lönsamhet, och tillgodoser SDS med dels en kompletterande teknik för Bolagets Business Intelligence ("BI"), dels breddar SDS:s kundbas ytterligare i Afrika men även i Europa och Sydamerika. Två i synnerhet viktiga kunder som tillfaller SDS i och med förvärvet är franska telekombolaget Orange och den ledande belgiska telekomaktören Proximus, där Orange kan liknas med MTM (en av SDS:s viktigaste kunder), vilket bäddar för stark framtida organisk tillväxt i takt med att SDS lyckas migrera Orange samt tillkommande mobiloperatörer till Bolagets egna mjukvaruplattform och övriga produkt-erbjudande. Med förvärvet av Riaktr tar SDS sig in på tio nya marknader, och Bolaget är idag verksamma på ca 60 marknader.

Ökad andel återkommande intäkter väntas minska fluktuationer i intjäningen framgent

SDS har en förhållandevis hög andel återkommande intäkter, ca 35-40 % av totala intäkter, men då resterande del av Bolagets omsättning är beroende av nya orders, alternativt tilläggförsäljning, fluktuerar försäljningen förhållandevis mycket från kvartal till kvartal. Denna variation antas dock minska för varje nytt avtal framgent, och i takt med att Bolaget övergår helt till en SaaS-prismodell för SDS tjänster. Bolagets förvärv av Riaktr väntas öka andelen återkommande intäkter framgent, då ~ 60 % av Riaktrs omsättning består av återkommande intäkter, vilket hjälper till att jämna ut intäktflödena.

Flera förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit





En viktig del i SDS:s uttalade tillväxtstrategi är förvärv och genom att kapitalisera på den högfragmenterade telekommarknaden via konsolidering av andra aktörer tillåts koncernen växa ytterligare, vilket i sin tur ger Bolaget och dess teknik ökad vidimering, något som kan minska införsäljningsströklarna för nya avtal med telekomoperatörer. Med hänvisning till de svårigheter som tillkommer vid prognostisering av framtida förvärv, i termer av när, belopp, struktur på finansieringen och dylikt, väljer Analyst Group att exkludera nya potentiella förvärv i gjorda prognoser. Vi bedömer att SDS har god tillgång till kapital, dels från aktiemarknaden givet stark ägarbas, dels från obligationsmarknaden givet att Bolaget är lönsamma, varför flera förvärv är att vänta, men ska ses som en extra option på gjorda prognoser.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

FINANSIELL PROGNOSE: FÖRDJUPNING I NUVARANDE KUNDBAS

MTN Group var en av de första telekomgrupper som SDS ingick samarbete med och har gått från att ha penetrerat en mobiloperatör, tillika marknad, inom gruppen till att idag ha penetrerat 90 % av alla mobiloperatörer inom MTN Group, motsvarande 18 av 20 möjliga marknader. Efter MTN Group har SDS slutit avtal med ett flertal stora kunder, dels organiskt, dels via förvärv. Ett avtal med en första mobiloperatör inom en operatörsgrupp ger goda möjligheter för långsiktig organisk tillväxt genom att successivt penetrera fler marknader och mobiloperatörer inom gruppen, men även genom att successivt koppla på fler tjänster på kunderna från SDS:s breda produktportfölj. SDS har under de senaste åren gått från att enbart erbjuda lösningar inom digital distribution och försäljning, till diverse Fintech-lösningar genom t.ex. mikrokrediter, men även avancerade analysverktyg i form av b.l.a. Smart Sales & Distribution, som tillgodoser kunder med unika insikter och råd för att optimera försäljningen och distribution.

Orderna från Telenorgruppen och Vodafone som mottogs under Q2-Q3 2021 medför stor potential för SDS, vilket blir tydligt genom att studera tabellen nedan. Då respektive kund är förhållandevis ny är marknadspenetrationen låg, men även produktpenetrationen i Telenorgruppens fall, vilket lämnar utrymme för SDS att växa starkt organiskt framgent. Detta genom att komma in på nya marknader inom respektive grupp, samtidigt som Bolaget successivt lyckas sälja in fler funktioner på mobiloperatörerna från Bolagets produktportfölj, som alltjämt breddas. Det finns med andra ord utrymme för multidimensionell tillväxt, där SDS förväntas växa horisontellt genom att dels bredda produktsortimentet, vilket stora FoU-satsningar antyder på, dels sälja in fler tjänster på befintliga kunder, men även växa vertikalt genom att penetrera nya operatörsgrupper, tillika marknader.

URVAL AV KUNDER	PENETRATION	ANVÄNDARE, MILJONTALS	ANDEL AV LÖSNINGAR	URVAL AV LÄNDER
	90 % (18 av 20)	257	60 %	Afghanistan, Elfenbenskusten, Kongo, Syrien m.m
	33 % (5 av 11)	130	40 %	Afghanistan, Qatar, Algeriet, Indonesien m.m
	33 % (3 av 9)	49	20 %	Saudiarabien, Irak och Kuwait
	25 % (1 av 4)	36	20 %	Kenya
	14 % (1 av 7)	170	20 %	Pakistan, Bangladesh
	1,4 % (1 av 70)	291	60 %	Oman
	38 % (10 av 26)	150	25 %	Botswana, Burkina Faso, Kamerun m.m
International Telco Group	25 % (1 av 4)	36	20 %	Kenya
Totalt	32 % (68 av 213)	+1 200	40 %	Pakistan, Algeriet, Kamerun, Kenya m.m.

FINANSIELL PROGNOSS

Omsättningsprognos åren 2022-2024

**FÖRVARVET
AV RIAKTR
MEDFÖR
VIKTIGA
SYNERGI-
EFFEKTER**

I och med förvärvet av Riaktr stärks SDS-koncernen ytterligare och Analyst Group förväntar sig att den gemensamma verksamheten kan nå viktiga intäktsnynergieffekter, med en breddad kundbas, marknad och produktportfölj. Den fragmenterade telekombranschen medför hög press bland telekomoperatörerna att öka försäljningen, för att inte tappa marknadsandelar, vilket kan göras genom att bredda sina sortiment av produkter och tjänster. Att erhålla teknik och insikter i hur försäljningen kan optimeras genom datadrivna och personliga rekommendationer som Bolagets BI-tjänst medför, blir därför en affärskritisk del i mobiloperatörernas verksamhet då den genomsnittliga intäkten per användare tillåts öka samtidigt som kostnaderna kan hållas nere. Med Riaktr *State Of The Art* - teknik inom BI för telekombranschen, kompletteras Bolagets produkterbjudande på denna punkt och möjliggör ökad merförsäljning till befintliga såväl som nya kunder. Genom att Riaktr även ges tillgång till SDS:s extensiva datainsamling från de miljardvisa transaktioner som ERS-plattformen hanterar, vilket dessutom är en grundbult för Riaktrs Big-data och analysverktyg, tillåts koncernens samlade BI-tjänst förbättras avsevärt genom t.ex. mer träffsäkra rekommendationer i hur teleoperatörerna kan optimera sin försäljning på bästa sätt. Detta estimeras vara en viktig drivare för SDS:s organiska tillväxt framgent och historiskt har SDS varit framgångsrika vad gäller merförsäljning, som historiskt, i princip, genererat lika mycket intäkter som nyförsäljning.

**SAAS-
MODELL
MEDFÖR
ÖKAD
FRAMTIDA
LÖNSAMHET**

Med en bred portfölj av goda referenskunder, som exempelvis MTM och nu även Orange, Telenorgruppen och Vodafone, är utsikterna för expansion och etablering på nya marknader i och utanför Afrika och Mellanöstern goda, men även för att utöka närvaron i Asien, som tillsammans utgör en stor potential för Bolaget på sikt. Med Riaktr kan SDS även nå ytterligare nya kunder i Europa och dessutom bryta sig in på den sydamerikanska marknaden. Med ett ökat fokus på återkommande intäkter genom SaaS-prissättning kan SDS stabilisera sina intäktsströmmar och ytterligare stärka sin ställning som en affärskritisk leverantör, och är dessutom något som efterfrågats i allt större utsträckning av operatörerna då det sänker deras förvaltningskostnader och samtidigt förbättrar skalmöjligheterna. Genom att framtida avtal med operatörer i ökad omfattning baseras på "tickintäkter" bör SDS, på sikt, kunna erhålla en större del av den långsiktiga lönsamheten i Bolagets kunders affär, genom att växa med kunderna i en högre grad än tidigare. Analyst Group ser detta som starkt positivt, då vi bedömer att det kan innebära betydande möjligheter för förbättrad lönsamhet för SDS-koncernen på sikt. Ett exempel på detta är det avtal som slöts med Vodafone Oman under Q3-21 som var en renodlad SaaS-order som baseras på antalet användare, lagerrörelse och köp av kund, vilket ger SDS en attraktiv uppsida i takt med kunden växer.

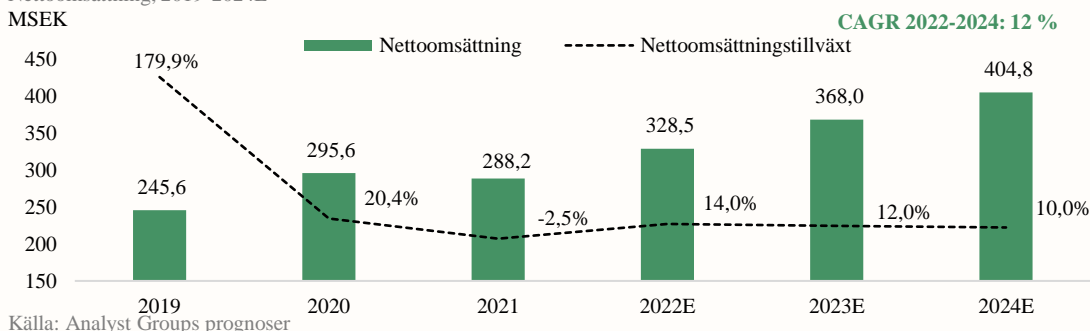
Som ett resultat av att SDD:s konkurrent Goyada försatts i konkurs har SDD emellertid lyckats öka omsättningen, vilket enligt Analyst Groups uppfattning är ett resultat av att Goyadas kunder söker sig till SDD. För att även framgent växa omsättningen är det viktigt för SDD att öka beläggningsgraden, förbättra erbjudandet av verksamhetens kommunikationsmodul samt öka antalet nya kunder. Under 2020 signerade SDD sitt första kontrakt avseende kommunikationsmodulen, som via App och webbportal möjliggör för leverantörer att direkt kommunicera med sina återförsäljare och kan därmed uppnå bättre försäljning. Vidare ingick SDD avtal med en ny kedja som resulterade i över 350 nya kontrakt, vilket i kombination med kontraktet avseende kommunikationsmodulen gör att Analyst Group förväntar sig att SDD kan stabilisera omsättningen framgent efter tappet under 2020 och 2021.

Nedan ges en sammanställning av gjorda prognoser för SDS i ett Base scenario under perioden 2022-2024, vilket som nämnt utgår från en organisk tillväxt, där Analyst Group estimerar en CAGR om 12 %.

Förutsättningar för fortsatt stark organisk tillväxt bedöms av Analyst Group som goda.

Nettoomsättning, 2019-2024E
MSEK

**328,5 MSEK
I NETTO-
OMSÄTTNING
FÖR 2022E**



FINANSIELL PROGNOSES

Kostnadsprognos åren 2022-2024

HÖG ANDEL
FASTA
KOSTNADER

På koncernnivå är personalkostnader tillsammans med övriga externa kostnader de två största kostnadsposterna. Båda posterna har ökat kraftigt de senaste åren, i samband med att SDS har genomfört förvärv, och genom dessa även växt som organisation. En stor andel av de övriga externa kostnaderna utgörs av konsultarvoden, och efter det senaste förvärvet av Riaktr, som har säte i Belgien, tillkom ytterligare personal, vilket väntas driva upp personalkostnaderna såväl som de övriga externa kostnaderna framöver. Genom att i viss utsträckning ersätta den dyrare personalstyrkan från Riaktr med SDS:s egna från Afrika och Mellanöstern, kan koncernen minska personalkostnaderna, som under prognosperioden estimeras växa i en lägre takt än omsättningen. Detta var en av flera synergieffekter som SDS identifierade i och med förvärvet.

Vid försäljning av ERS 360 återfinns kostnader för hårdvara, dessa benämns materialkostnader i Bolagets redovisning. Dessa kostnader är höga vid nya orders, då Bolaget måste leverera nödvändig teknologi till ett stort antal människor. Men med ökat fokus på mjukvara, högmarginalprodukter för merförsäljning och återanvändning av kundanpassade lösningar kan SDS kapitalisera på sin skalbara affärsmodell framöver, vilka håller bruttokostnaderna nere vid ökade volymer.

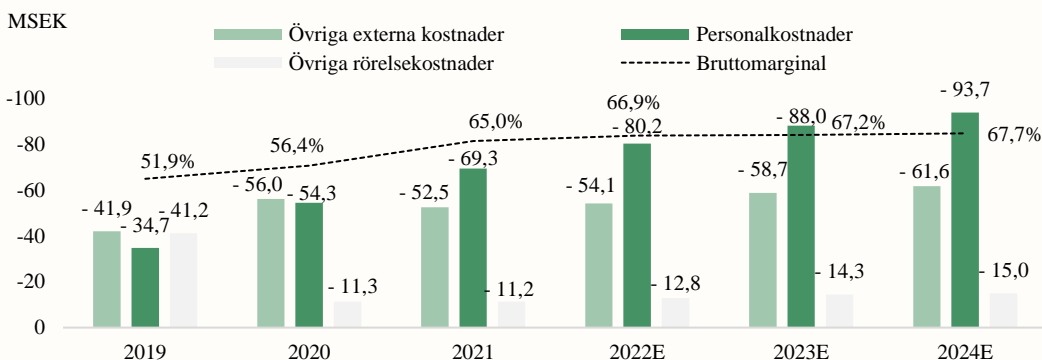
Olikt tidigare förvärv, är Riaktr ett välskött och lönsamt bolag, varför SDS varken behöver lägga resurser och tid på att ”städa upp” verksamheten, vilket har varit förknippat med större omstrukturingskostnader i samband med tidigare förvärv, utan kan istället fokusera på att direkt integrera tekniken och plattformarna bolagen emellan. I spåren av pandemin och den ökade digitaliseringen globalt som blivit ett resultat av detta, har SDS haft väsentligt lägre resekostnader under 2020 och 2021 då fler kundmöten med diverse telekomoperatörer världen över kan ske digitalt snarare än fysiskt. Detta är ett paradigmskifte som väntas bestå, i stor utsträckning, och något som Analyst Group förväntar sig att SDS kan dra fortsatt nytta av för att hålla nere kostnaderna även framgent.

SDD har omfattande kostnader för produktion och distribution av material, under 2017 var materialkostnaderna som andel av omsättningen cirka 98,5 %, vilket resulterade i en bruttomarginal om ca 1,5 %. Denna bruttomarginal är dock inte långsiktigt hållbar, och baserat på att SDD sagt upp icke-lönsamma avtal har bruttomarginalen stärkts sedan dess. Trots lägre omsättning under 2020 uppvisade SDD förbättrad vinst på rörelsenivå, vilket delvis är en effekt av detta, och vi estimerar att med bättre villkorade avtal kan SDS hålla bruttokostnaderna i schack även framgent, vilket även år 2021 blev ett tydligt kvitto på genom en bibehållen rörelsemarginal trots ett försäljningstapp om ca 18 %, vilket tyder på en förbättrad bruttomarginal, givet liknande kostnadskostym på rörelsenivå. Utöver bruttokostnader, som också benämns som materialkostnader i resultaträkningen, har SDD inga större kostnadsposter. Personalkostnaderna har tidigare varit Bolagets största rörelsekostnad, men med anledning av att Bolaget i samband med förvärvet sade upp fyra av sex anställda, har personalkostnaderna kunnat minskas radikalt, och fram till dags dato är det fortfarande två anställda inom SDD. De övriga externa kostnader, som innehåller kostnader för bl.a. lokalhyra, estimeras stanna på dagens nivå om uppskattningsvis 1,5-2 MSEK årligen, vilket motiveras av att SDD inte förväntas ha behov av lokalbyte.

Under 2021 uppgick SDS-koncernens totala rörelsekostnader till -133 MSEK och väntas under 2022-2024 växa med ca 6 % årligen samtidigt som omsättningen estimeras visa en CAGR om ca 12 %, vilket förklaras av den skalbara affärsmodellen och höga andelen fasta kostnader.

SDS väntas fortsätta utvecklas under god kostnadskontroll framgent.

Estimerade personalkostnader, övriga externa kostnader samt övriga rörelsekostnader och bruttomarginal, 2019-2024E



Källa: Analyst Group prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

FINANSIELL PROGNOSS

Marginalexpansion i korten

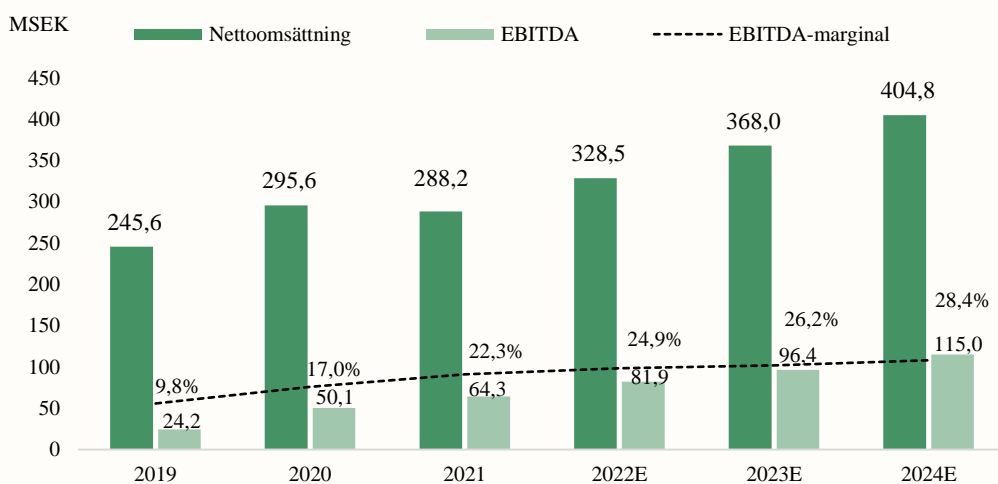
Förvärvet av Riaktr medför ett flertal synergieffekter, dels på intäktssidan men även på kostnadssidan. På intäktssidan då SDS exempelvis kan stärka sin befintliga teknik och produkt erbjudande inom Business Intelligence (BI), samtidigt som SDS:s omfattande transaktionsplattform möjliggör för Riaktr att ytterligare vässa bolagets AI och Big Data-analysverktyg. På sådant vis får den numera gemensamma verksamheten en bättre slutprodukt som bäddar för ökad merförsäljning framgent, något som är förknippat med högre marginaler. På kostnadssidan kan SDS utnyttja det faktum att merparten av koncernens organisation är placerad i lågkostnadsländer, i syfte att ersätta delar av Riaktrs personalstyrka, vilket reducerar personalkostnader avsevärt.

Med tillgång till ytterligare tio marknader efter förvärvet av Riaktr finns god potential till större uppskalning av volym framgent i takt med att SDS lyckas migrera över tillkommande kunder från Riaktr till SDS:s egna plattform och mjukvara, men även nå ut med Riaktrs erbjudande till SDS:s befintliga kundbas. Då merparten av SDS:s kostnadsbas utgörs av fasta kostnader innebär det att när försäljningen tar fart, möjliggör Bolagets kostnadsstruktur höga rörelsemarginaler, vilket talar för en marginalexpansion för SDS framgent. SDS ämnar kontinuerligt bredda produkt erbjudandet genom att ständigt leverera ytterligare funktioner till operatörer, vilket gör SDS till än mer affärskritiska för sina kunder, varvid långsiktiga relationer kan skapas och bibehållas. Genom att även i större utsträckning övergå till en SaaS-prissättning blir SDS å ena sidan mer beroende av kundens tillväxt, men tillåts å andra sidan samtidigt erhålla en större del av den långsiktiga lönsamheten i affären med kunden. Den mer lönsamma SDS-vertikalen väntas därtill växa i en högre takt än den låglönsamma SDD-vertikalen, vilket på sikt innebär att SDD estimeras utgöra en successivt mindre andel av koncernens totala intäkter, vilket i sin tur mynnar ut i en högre EBITDA-marginal på koncernnivå. Med fortsatt innovationsarbete och ökad fokus på merförsäljning, i kombination med ökad försäljning, förväntar sig Analyst Group att SDS kan stärka EBITDA-marginalen framgent.

**VID STÖRRE
VOLYMER
MÖJLIGGÖRS
ÖKAD
LÖNSAMHET**

EBITDA-marginalen väntas stärkas under prognosperioden.

Estimerad nettoomsättning, EBITDA samt EBITDA-marginal



Källa: Analyst Group prognoser

VÄRDERING

Värderingen av SDS görs på koncernnivå, vilket innebär att värderingen tar avstamp från hur den finansiella profilen och de strategiska förutsättningar ser ut för koncernen som helhet. Den elektroniska distributionsmarknaden inom telekomområdet omfattar många aktörer med olika affärsmodeller, och för att ge ytterligare färg till värdering studeras andra aktörer vilka distribuerar elektroniska lösningar alternativt mjukvarubolag som erbjuder verktyg för att accelerera tillväxten i företaget. Även om produkt och marknad skiljer sig något, finns likheter mellan företagen och SDS avseende produkterbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktsmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur.

Peers i siffror (senast rapporterat)

ENEAA

Enea – Är en svensk IT-leverantör vilka utvecklar och säljer programvara som möjliggör och skyddar digital kommunikation i olika typer av nätverk. Produktportföljen består av såväl enskilda programvarukomponenter som kompletta applikationer, där den största delen av försäljningen historiskt har skett till både systemleverantörer och nätverksoperatörer. Slutkunden är oftast en mobiloperatör vari Enea agerar som underleverantör till en systemleverantör eller en typ av kanalförsäljning där man säljer via partner. Enea är även en av få leverantörer som kan erbjuda lösningar inom både 5G och Wi-Fi, där bolaget b.l.a. erbjuder molnbaserad datahantering för 4G/5G-nätverk. Eneas tillväxt drivs i första hand av organiskt tillväxt inom området Nätverkslösningar, samtidigt kompletteras tillväxten av förvärv, vilket är ett viktigt sätt för företaget att öka tillväxttakten. Under de senaste fem åren har Enea framgångsrikt förvärvat och integrerat fyra större företag. Drygt tre miljarder människor förlitar sig på Eneas teknik i sin vardag när de använder mobiltelefoner och kopplar upp sig mot internet. Enea har kontor och försäljning i Europa, Nordamerika och Asien, där några av kunderna är Vodafone, Orange och T Mobile.

6,6 %

Omsättningstillväxt

38,4 %

EBITDA-marginal

ciena

Ciena – Är ett amerikanskt IT-företag vilka utvecklar och marknadsför kommunikations-nätverksplattformar, programvara och erbjuder professionella tjänster. Företaget opererar inom fyra segment: Nätverksplattformar, Mjukvaruplattformar och tjänster, Blue Planet Automation Software and Services samt globala tjänster. Inom mjukvaruplattform- och tjänstsegmentet erbjuder Ciena analys, data och planeringsverktyg för att assistera dess kunder i hanteringen av Cienas nätverksplattformprodukter inom bolaget nätverk. Inom Blue Planet Automation Software and Services-segmentet tillhandahålls mikrotjänster, standardbaserad öppen mjukvarusvit, tillsammans med relaterade tjänster, som möjliggör för kunder att implementera storskalig mjukvara- och IT-ledda operationssupportsystem (OSS) transformationer. Bolaget har sin försäljning i Asien- och Stillahavsregionen, EMEA och Amerika. Bolaget är verksamma på en global basis och några av kunderna är Vodafone, LG, Orange, Telefónica, Verizon och AT&T.

7,3 %

Omsättningstillväxt

16,6 %

EBITDA-marginal

COMARCH

Comarch – Är en polsk mjukvaruleverantör och systemintegratör som är specialiserad på tillhandahållandet av IT-lösningar. Bolaget designar, utvecklar och levererar avancerade IT-system och skräddarsydda dator- och nätverksprogramvara samt hårdvara. De erbjuder även konsultations-, utbildnings- och implementationstjänster. Vidare tillhandahåller Comarch tjänster inom säkerhet, leverantörskedjeintegration, arbetsflödeshantering, digital försäljning, automatisering av säljkåren, analystjänster inom 5G-nätverkstjänster och Business Intelligence och distribution av nätverk samt lösningar inom teknisk infrastruktur. Comarch verkar inom flertalet industrier genom bolagets lösningar, såsom telekom, finansiella institut och FMCG. Comarch verkar i Europa, Asien, Nord- och Sydamerika, där några av Comarchs kunder är Vodafone, T Mobile, Telefónica och Orange.

5,7 %

Omsättningstillväxt

17,1 %

EBITDA-marginal

HiPay

Keywares Technologies NV – Ett belgiskt IT-bolag som erbjuder elektroniska betalningslösningar. Bolaget är verksamma inom två segment: Payment Terminals, vari bolaget hyr, säljer och installerar dessa, samt Payment Authorization, där bolaget möjliggör inkomstrelaterade betaltransaktioner och behörighetstjänster såväl som betalningshantering för tredje part, lojalitetshandling och analystjänster. Bolaget säljer och hyr sina betalnings-terminaler i stationär, portabel och mobil form, och implementerar därefter ett betalnings-transaktionssystem via exempelvis Visa och MasterCard.

18,0 %

Omsättningstillväxt

4,8 %

EBITDA-marginal

**KEYWARE
TECHNOLOGIES**

Hipay Group SA – Är ett fransk företag som är verksamma inom digitala betalningar. Bolaget tillgodoser återförsäljare relevant digitalt innehåll och betalningsmetoder för att växa sin verksamhet. Bolaget har två europeiska banklicenser; Payment institutions och E-Money issuer. Hipay hjälper sina kunder när det kommer till internationell utveckling, bedrägeriskydd, Cross-Device Purchasing, ökning av intäkterna samt insikter i kunders aktivitet.

36,5 %

Omsättningstillväxt

12,9 %

EBITDA-marginal

VÄRDERING

För att ge perspektiv på hur SDS står sig mot ovannämnda jämförelsebolag, redogörs samtliga bolagens tillväxt, lönsamhet, finansiella risk, kapitalbindning och multiplar i tabellen ovan.

12R	SDS	Enea	Ciena	Comarch	Hipay Group SA	Keyware Technologies NV	Genomsnitt, peers
Nettoomsättningstillväxt 3 år	48,6%	5,5%	1,3%	5,9%	23,2%	-3,4%	6,5%
Nettoomsättningstillväxt Y-Y	6,6%	6,6%	7,3%	5,7%	18,0%	36,5%	14,8%
EBITDA-tillväxt 3 år	80,8%	17,8%	14,5%	25,7%	n.a.	9,6%	16,9%
EBITDA-tillväxt Y-Y	27,1%	26,6%	-11,9%	0,0%	24,2%	63,2%	20,4%
Bruttomarginal	66,4%	66,6%	47,0%	29,4%	38,0%	70,3%	50,3%
EBITDA-marginal	20,6%	38,4%	16,6%	17,1%	4,8%	12,9%	19,2%
Soliditet	28,4%	59,0%	57,0%	57,0%	20,0%	77,0%	54,0%
Nettoskuld/EBITDA	3,1	1,4	-1,0	-1,1	4,0	-0,1	0,6
Skuldsättningsgrad	3,5	0,7	0,7	0,8	3,0	0,3	1,1
Omsättningshastighet	0,7	0,3	0,8	0,8	0,4	0,5	0,6
Rörelsekapital/Försäljning	29,9%	-16,8%	22,2%	2,5%	-24,9%	36,2%	3,9%
EV/EBITDA	9,3	12,6	13,1	4,0	28,3	10,4	14,5
EV/S	1,9	4,7	2,2	0,7	1,4	1,3	2,1
P/S	1,3	4,2	2,3	0,9	1,0	1,3	1,9
Marknadsvärde	373	4 197	76 003	3 430	370	240	16 848

Gemensamt för merparten av jämförelsebolagen och tillika SDS, är att de är lönsamma såväl som innovationsdrivna, i en annars fragmenterad bransch. Värderingarna inom IT-sektorn är generellt höga, givet innovationshöjden och skalbarheten, varför bolag inom industrin snarare värderas efter försäljning än vinst, men givet att SDS, likväl merparten av jämförelsebolagen, är lönsamma på rörelsenivå och därtill har nått en mogenhet i dess affärsmodell kommer värderingen att utgå från en EV/EBITDA-multipel.

SDS är, ställt mot genomsnittet, ett mindre bolag varför en är värderingsrabatt motiverad. Vidare är även SDS högre skuldsatt än jämförelsebolagen på aggregerad nivå samt har en lägre soliditet, vilket således motiverar en rabatt i relation till jämförelsebolagen givet högre finansiell risk. Medan SDS uppvisade negativ tillväxt 2021, har jämförelsebolagen på aggregerad nivå stärkt omsättningen under 2021/LTM, däremot har SDS avsevärt förbättrat EBITDA-marginalen under 2021, vilken är högre än genomsnittet. Analyst Group bedömer att 2021 snarare rör sig om ett hack i tillväxtkurvan, förklarad av en fördröjande effekt av pandemin i kombination med försiktigt lagda budgetar från telekomoperatörerna, där vi estimerar att SDS ånyo kan visa stark tillväxt framgent i takt med att osäkerheterna kring pandemin lägger sig.

Nedan illustreras tillgängliga prognoser på peer-gruppen under perioden 2022-2024.

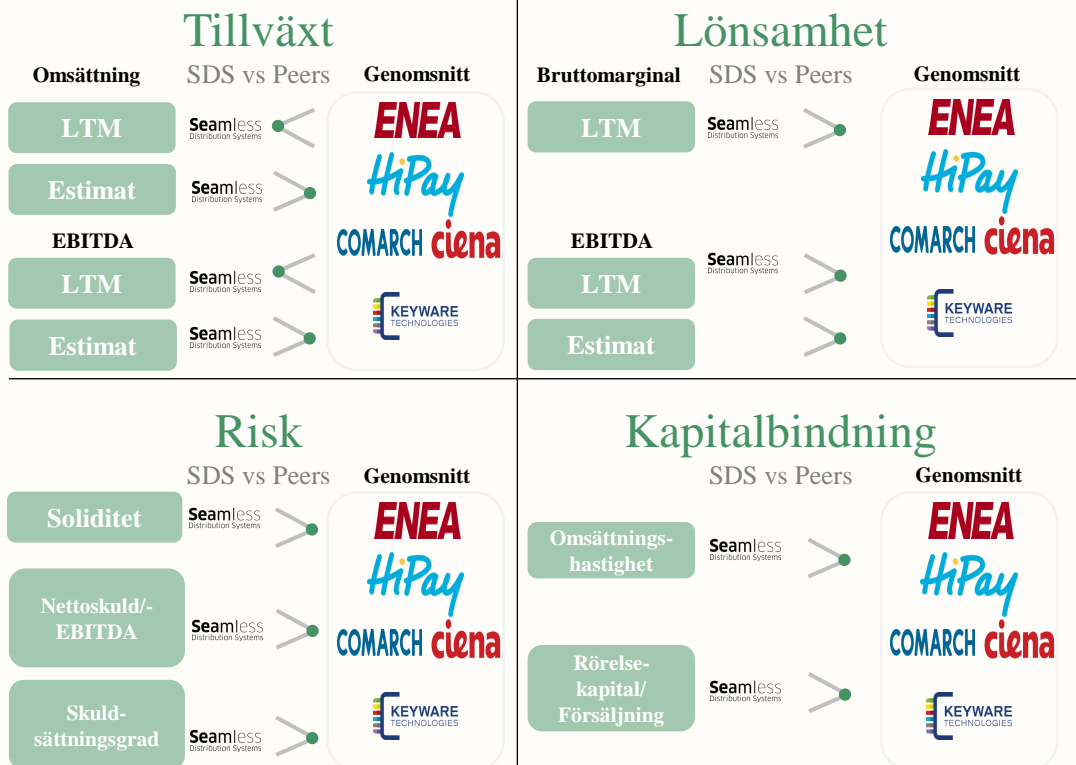
Prognoser ¹	SDS	Enea	Ciena	Comarch	Hipay Group SA	Keyware Technologies NV	Genomsnitt, peers
CAGR 2022-2024 alt. 2021-2023	12,0%	8,6%	9,2%	3,8%	15,4%	2,5%	7,9%
EBITDA-tillväxt 2022/2024 alt. 2021-2023	21,4%	15,9%	15,7%	-3,7%	77,5%	-1,1%	20,9%
EBITDA-marginal							
2020A	17,0%	31,9%	18,3%	17,8%	4,5%	30,0%	20,5%
2021A	22,3%	35,7%	17,1%	17,1%	4,8%	26,4%	20,2%
2022E	24,9%	40,6%	17,8%	15,5%	10,3%	25,0%	21,8%
2023E	26,2%	43,5%	19,5%	15,1%	11,3%	24,9%	22,9%
2024E	28,4%	43,5%	20,3%	13,7%	n.a.	n.a.	17,0%

¹ Prognoser på jämförelsebolagen är hämtat från Refinitiv Eikon

Sammanställning av prognoser för peer-gruppen åren 2022-2024 (2022-2023)

VÄRDERING

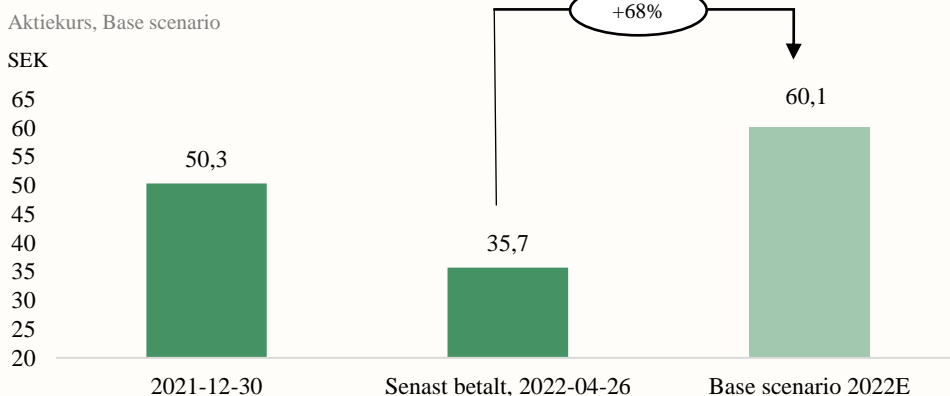
Illustrativ bild
hur SDS står sig
mot Peer-gruppen
(LTM och estimat
2022-2024)



För perioden 2022-2024 förväntas SDS uppvisa en årlig omsättningstillväxt om 12 % och en CAGR i EBITDA-resultatet om 21,4 %, vilket i relation till snittet för jämförelsebolagen är högre på båda parametrar. Däremot har jämförelsebolagen, i genomsnitt, en lägre finansiell risk, samtidigt som SDS har, å ena sidan, en högre kapitalbindning sett utifrån rörelsekapitalet, men å andra sidan en högre omsättningshastighet. Däremot är SDS:s EBITDA-marginal, och förväntas fortsätta vara, avsevärt högre än genomsnittet för jämförelsebolagen, varför Analyst Group anser att rådande värderingsskillnad är omotiverat hög. SDS handlas för närvarande till en EV/EBITDA-multipel om ca 6,5x på 2022 års estimat, vilket är lägre än vad SDS har handlats till historiskt (~ 10x). Med hänsyn till att SDS är verksamma på marknader som bedöms vara något mer riskfyllda än jämförelsebolagen, som överlag har intäkter inom Europa, Amerika och Asien appliceras en EV/EBITDA-multipel om 10x på 2022 års estimerade EBITDA-resultat om 81,9 MSEK. I vald multipel tas hänsyn till rådande borsklimate, som kännetecknas av en lägre riskaptit, tillika ökad riskpremie. Givet vald målmultipel för 2022 års estimat motiveras ett bolagsvärde om 596 MSEK, vilket ger ett värde per aktie om 60 kr i ett Base scenario.

60 KR
PER AKTIE PÅ
2022 ÅRS
PROGNOS (BASE)

Analyst Group ser ett motiverat värde om 60 kr för SDS i ett Base Scenario, givet 2022 års estimerade EBITDA och en applicerad EV/EBITDA om 10x.



BULL & BEAR

Bull scenario

SDS verkar på en marknad med god tillväxt, där företag blir allt mer digitala, vilket Covid-19 enbart påskyndat. Systemet ERS 360 möjliggör omfattande besparingar för de adresserade telefonoperatörerna, och hanterar i princip hela kundens intäktsflöden, vilket innebär att SDS tillhandahåller ett i många fall affärskritiskt system. I ett Bull scenario bör SDS, enligt Analyst Groups uppfattning, därav ha möjlighet att höja sina avgifter för bl.a. tilläggsprodukter som Business Intelligence, men även övrig support framgent. Samtidigt väntas Bolagets stärkta produktportfölj, dels med hänsyn till förvärvet av Riaktr, dels genom egen innovation, leda till att Bolaget blir än desto mer framgångsrika i sin merförsäljning än vad som estimeras i ett Base scenario. I ett Bull scenario lyckas SDS sälja fler tilläggstjänster till de kunder som Bolaget vunnit under år 2020-2021 samt de kunder som tillfallit i samband med förvärvet av Riaktr än vad som väntas i ett Base scenario, vilket en starkt produktportfölj och fortsatt innovation medför. Detta, i kombination med övergången till SaaS-prissättning, bör, på sikt, göra SDS mindre beroende av engångsintäkter och dessutom mer lönsamma.

I ett Bull scenario förväntas en lyckad expansion till nya såväl som mindre penetrerade marknader som t.ex. Asien och Sydamerika, men även Kamerun i Afrika, samtidigt som SDS påbörjar en succesiv lansering av sin mjukvara och tjänster på andra relevanta vertikaler inom FMCG (snabbrörliga konsumentvaror), vilket antas bidra ytterligare till omsättningen och lönsamheten, något som inte har tagits hänsyn till i ett Base scenario. Sammanlagt resulterar ovan gjorda antaganden, givet en målmultipel om EV/EBITDA 11x och 2022 års estimerade EBITDA-resultat om 90,2 MSEK, i ett värde per aktie om 78,5 SEK i ett Bull scenario på 2022 års prognos.

Bear scenario

SDS är än idag beroende av engångsintäkter, i form av orders från nya kunder, där 35-40 % av intäkterna är återkommande per dags dato. I ett Bear scenario väntas SDS möta svårigheter att vinna nya orders under 2022 i den volym som uppvisats under 2020 och 2021. Samarbetet med Vodafone Oman estimeras inte bli någon vidare framgång och Vodafone får svårt att nå uppsatta mål gällande marknadsandelar, vilket hämmar SDS intjäning givet strukturen på avtalet. Detta estimeras även innebära att ytterligare penetration inom operatörsgruppen blir långdragen samtidigt som merförsäljning utifrån befintlig produktportfölj blir än desto mer svårsålt. Mobiloperatörernas försiktiga investeringsvilja i spåren av pandemin har varit tydlig under år 2021 och bedöms i ett Bear scenario att hålla i sig delar av år 2022 likaså, vilket i synnerhet försvårar SDS införsäljningsarbete och merförsäljning till nya såväl som befintliga kunder. SDD-vertikalen har i synnerhet påverkats av pandemin som har påverkat köpmönster inom handeln där färre påfyllningar av kontantkort är ett resultat av det. Köpmönstret estimeras i ett Bear scenario att hålla i sig även framgent vilket hämmar SDD:s, tillika koncernens tillväxt. För 2022 estimeras en nettoomsättning om 302,6 MSEK med ett EBITDA-resultat om 63,7 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt i *topline* om 5 % och EBITDA om ca -1 %. Framöver väntas SDS i ett Bear scenario växa 5 % årligen, vilket ungefär är i linje med Afrikas BNP och ökningen av andelen mobiltelefonanvändare inom kontinenten, vilket i princip innebär att SDS i stora drag försvarar sin marknadsandel men inte mycket mer, vilket också estimeras innebära att marginalerna blir stillastående.

Vidare väntas SDS möta svårigheter att migrera Riaktrs befintliga kunder till sitt egna produktbudande, vilket initialt medför minskad intjäning, där säljarbetet inte ger effekt, vilket leder till en ökad kostnadskostym. SDS ämnar expandera till andra geografisk regioner, dels i Asien och Sydamerika, men även stärka sitt fotfäste ytterligare i Afrika och Europa. Expansionen till andra marknader estimeras inte bli lika lyckosam som i ett Base scenario, där Bolaget förväntas ha svårigheter att vinna nya kunder som är villiga att byta ut sina befintliga system. Detta förväntas medföra ökade kostnader, i termer av ökade försäljnings- och marknadsinsatser, vilket mynnar ut i försämrade marginaler. Sammanlagt resulterar ovan gjorda antaganden, givet en målmultipel om EV/EBITDA 8,3x och 2022 års estimerade EBITDA-resultat om 63,7 MSEK, i ett värde per aktie om 32,8 SEK i ett Bear scenario på 2022 års prognos.

78,5 KR
PER AKTIE
PÅ 2022
ÅRS
PROGNOS
(BULL)

32,8 KR
PER AKTIE
PÅ 2022
ÅRS
PROGNOS
(BEAR)

Bull och Bear
scenario
2022 års
prognoser



VD-INTERVJU, MATS VICTORIN



Under kvartalet tog ni in 20 MSEK via en riktad emission till era större huvudägare, vilket ska möjliggöra organiska tillväxtsatsningar. Kan du ge en mer målande beskrivning om hur SDS rent konkret ska använda emissionslikviden, vilka produkter ni ämnar utveckla samt vilka andra satsningar som ska göras?

Till att börja med kommer vi att stärka upp vår försäljningsorganisation. Vi har i dagarna bl.a. anställt en ny CCO och är i processen att utöka antalet account managers för att kunna hantera och växa på de nya operatörsgrupper vi tog in under 2021 på bästa sätt.

Ett annat område är partnerskap. Som vi talat om på våra pressträffar så är det en trend hos många operatörer att i ljuset av att hantera alltför många underleverantörer ta in systemintegratörer eller konsultorganisationer för att hantera leverantörer i olika projekt. Vi måste därför säkerställa att vi är dessa aktörers naturliga och föredragna samarbetspartner.

Ytterligare några områden vi tittar på är hur vi kan utvidga vårt fintech-erbjudande inom ramen för vår RVM (Retail Value Management) produktportfölj och stödja återförsäljarnätet ännu bättre med finansiella lösningar samt hur vi kan kapitalisera på den lösning vi har tagit fram för att hantera vår egen distributionsverksamhet SDD.

Vid månadsskiftet februari/mars gick eventet Mobile World Congress av stapeln i Barcelona, där ni mottog stark respons på ert vässade produkterbjudande, vilket resulterade i flera nya affärsdiskussioner. Kan du ge lite mer färg avseende den responsen ni mottog av såväl befintliga som potentiella kunder samt vad ni förväntar er att detta kan leda till kommande kvartal?

Det var tydligt att vår nya, utvidgade och omstöpta produktportfölj för RVM (Retail Value Management) öppnade ögonen på många av våra kunder och prospects på vidden och djupet av vår portfölj. Att vi så tydligt kan påvisa att vi är en aktör med lösningar för hela värdekedjan och att dessa har en logik sinsemellan resonerade väl med operatörsledningarnas förhoppningar. Lyftet till Microservices gör även att de kan känna sig säkra med att deras investering i våra lösningar är framtidssäkrad och möjliggör långsiktig kostnadseffektivitet.

SDD har nu minskat omsättningen i två efterföljande kvartal och sedan pandemins utbrott har omsättningen överlag varit i en nedåtgående trend. Hur ser SDS på pandemins effekter på köpmönstret i handeln gällande påfyllning av kontantkort i Norden framöver? Vad kan investerare förvänta sig för utveckling avseende SDD-vertikalen på längre sikt?

Det är riktigt att pandemin haft en negativ påverkan på försäljningen för SDD. De kvardröjande effekterna av nedgången har suttit i lite längre än väntat, speciellt kopplat till några av våra större kedjor. Vi har nu lanserat ett antal kommersiella åtgärder för att hjälpa dess tillbaka till gamla volymer och hoppas få se ett trendbrott framöver. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att SDD är en lågmarginal- och lågkostnadsaffär för oss så effekten på vårt resultat är begränsad. Däremot ger den oss kunskaper och kredibilitet som är viktig för vår övriga affär. Vi undersöker dessutom även som nämnts ovan över möjligheter att kapitalisera på den plattform vi utvecklat för verksamheten.

Hur har SDS-koncernens verksamhet påverkats av rådande geopolitiska oro till följd av Ryssland invasion av Ukraina?

SDS har inga kunder med ryska ägarintressen, inga leverantörer från Ryssland och inte någon verksamhet i Ryssland. Vi ser i dagsläget ingen direkt påverkan på bolagets verksamhet.

Med första kvartalet nu bakom oss, är det något särskilt som du vill lyfta fram som du tycker att en investerare bör hålla koll på kommande kvartal? Vad är prioriterat i organisationen framöver?

Bolaget lämnar inga prognoser men vi ser fram emot ett kvartal där vi kan börja se konkreta resultat av satsningarna i vår utvidgade produktportfölj, inte minst inom analytics-området i och med förvärvet av Riktr förra året. En prioritering är just intensifierade försäljningsaktiviteter med fokus på detta och att kapitalisera på den utvidgade kundbasen som kom med det förvärvet.

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: SDS hemsida.



Mats Victorin, CEO

Mats har varit anställd av SDS sedan 2021, och tillträdde VD-rollen för SDS under december 2021. Tidigare erfarenheter inkluderar seniora roller inom försäljning, marknadsföring och förvärv på IBM och Ericsson, VD-positioner för tidigare publika bolaget Tilgin samt onoterade telekom- och medtechbolaget Tunstall. Mats är även styrelseledamot i Humly Edtech AB. Mats har en MSc i finans från Handelshögskolan i Stockholm.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 0 st (0,00 %) och 0 teckningsoptioner



Martin Schedin, CFO

Martin har arbetat inom SDS sedan 2015, där han innan han blev CFO bland annat var ekonomichef på affärsområdet SDS (när SDS var en del av Invuo). Martin har mer än 20 års erfarenhet från flertalet finansroller, och har för närvarande ett styrelseuppdrag i Schedin Consulting AB. Martin har en civilekonomexamen från Södertörns högskola.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 200 st (0,00 %)



Niclas Handfast, CCO

Niclas har arbetat inom SDS sedan 2018 och har en lång bakgrund från ledande befattningar i börsbolag. Han har lång erfarenhet av tillväxtfokuserade företag. De senaste tio åren arbetade Niclas som investeringsexpert inom IT-området. Niclas har genomfört SDS:s förvärv och framgångsrikt genomfört fusionerna. Niclas är en utbildad civilekonom och innehar även en MBA från Handelshögskolan.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 22 883 st (0,02 %)



Sandipan Mukherjee – COO

Sandipan har en bakgrund inom mjukvaruutveckling och tjänsteleveranser i olika roller hos bland annat IBM och Roamware. Sandipan var därtill tidigare chef för produktverksamheten på Qliro AB. I Seamless-koncernen har Sandipan varit aktiv sedan år 2009, bland annat som global support-och verksamhetschef och senast som Chief Operating Officer (COO). Sandipan innehar en kandidatexamen inom ekonomi från University of Kolkata.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 20 st (0,00 %) och 26 250 teckningsoptioner

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: SDS hemsida.



Leif Frykman - Styrelseordförande

Leif är jurist och har lång erfarenhet inom IT-branschen, där han varit b.l.a. chefjurist på Sun Microsystems i många år, varför Leif har en gedigen erfarenhet inom juridik och även affärer inom IT.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 1 186 st (0,01 %)



Martin Roos - Styrelseledamot

Martin har mer än 18 års erfarenhet inom telekombranschen, där han b.l.a. under åren 2001 till 2012 besatt flertalet chefspositioner hos Ericsson. Därtill har han även varit VD för bland annat Altice, i Dominikanska republiken, samt styrelseledamot för Telecommunications services of Trinidad and Tobago Ltd /TSSTT). Martin är utbildad civilingenjör från KTH, samt Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm.

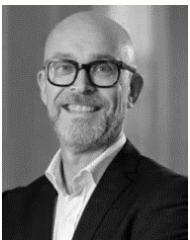
Aktieinnehav (andel av Bolaget): 320 540 st (3,1 %)



Pia Hofstedt- Styrelseledamot

Pia har en gedigen bakgrund som CIO inom flera olika bolag inom diverse branscher, däribland på Aleris, Scandic Hotels, och Neo Net AB. Hon har även tidigare styrelseledamoterfarenhet, från MSC Consult och PRC Engineering, och sitter för närvarande med i både Sensys Gatso Group AB:s styrelse samt Quant Services styrelse. Pia är utbildad Civilekonom från Stockholms Universitet

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 25 000 st (0,24 %)



Johan Wilsby - Styrelseledamot

Johan är utbildad civilekonom och är idag CFO på Kindred Group, men har även ett förflutet hos Tobii, Fingerprint samt Transmode Systems, vilket innebär att Johan har god erfarenhet inom IT-sfären men även av att göra förvärv.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 3 000 st (0,03 %)



Morten Karlsen Sörby - Styrelseledamot

Morten är utbildad civilekonom samt även auktoriserad revisor. Morten har arbetat i många år på Telenor, varför han har gedigen erfarenhet inom telekombranschen. Han har varit regionchef för Telenor i Asien samt VD för den indiska verksamheten.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 1 200 st (0,01 %)

APPENDIX

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	70,5	87,7	245,6	295,6	288,2	328,5	368,0	404,8
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	5,5	2,4	28,1	8,8	15,3	13,6	15,2	16,7
Totala intäkter	76,1	90,1	273,7	304,4	303,4	342,1	383,2	421,5
Handelsvaror	-4,5	-19,0	-131,7	-132,7	-106,1	-113,1	-125,7	-136,2
Bruttoresultat	71,5	71,1	141,9	171,7	197,4	229,0	257,5	285,3
Bruttomarginal	94,0%	78,9%	51,9%	56,4%	65,0%	66,9%	67,2%	67,7%
Övriga externa kostnader	-30,7	-35,1	-41,9	-56,0	-52,5	-54,1	-58,7	-61,6
Personalkostnader	-15,4	-15,6	-34,7	-54,3	-69,3	-80,2	-88,0	-93,7
Övriga rörelsekostnader	-14,4	-9,6	-41,2	-11,3	-11,2	-12,8	-14,3	-15,0
EBITDA	11,0	10,9	24,2	50,1	64,3	81,9	96,4	115,0
EBITDA-marginal	15,6%	12,4%	9,8%	17,0%	22,3%	24,9%	26,2%	28,4%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-9,4	-9,7	-28,7	-36,9	-37,4	-37,4	-37,4
EBIT	3,8	1,5	14,4	21,5	27,4	44,6	59,0	77,7
EBIT-marginal	5,1%	1,7%	5,3%	7,0%	9,0%	13,0%	15,4%	18,4%

Bull scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	70,5	87,7	245,6	295,6	288,2	345,8	408,1	469,3
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	5,5	2,4	28,1	8,8	15,3	14,3	16,9	19,4
Totala intäkter	76,1	90,1	273,7	304,4	303,4	360,1	425,0	488,7
Handelsvaror	-4,5	-19,0	-131,7	-132,7	-106,1	-115,5	-133,1	-149,4
Bruttoresultat	71,5	71,1	141,9	171,7	197,4	244,7	291,9	339,3
Bruttomarginal	94,0%	78,9%	51,9%	56,4%	65,0%	67,9%	68,7%	69,4%
Övriga externa kostnader	-30,7	-35,1	-41,9	-56,0	-52,5	-57,8	-62,3	-66,9
Personalkostnader	-15,4	-15,6	-34,7	-54,3	-69,3	-83,2	-92,0	-101,2
Övriga rörelsekostnader	-14,4	-9,6	-41,2	-11,3	-11,2	-13,5	-15,9	-16,9
EBITDA	11,0	10,9	24,2	50,1	64,3	90,2	121,7	154,4
EBITDA-marginal	15,6%	12,4%	9,8%	17,0%	22,3%	26,1%	29,8%	32,9%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-9,4	-9,7	-28,7	-36,9	-37,4	-37,4	-37,4
EBIT	3,8	1,5	14,4	21,5	27,4	52,8	84,3	117,0
EBIT-marginal	5,1%	1,7%	5,3%	7,0%	9,0%	14,7%	19,8%	23,9%

Bear scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	70,5	87,7	245,6	295,6	288,2	302,6	317,7	333,6
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	5,5	2,4	28,1	8,8	15,3	12,5	13,1	13,8
Totala intäkter	76,1	90,1	273,7	304,4	303,4	315,1	330,9	347,4
Handelsvaror	-4,5	-19,0	-131,7	-132,7	-106,1	-111,0	-115,3	-121,1
Bruttoresultat	71,5	71,1	141,9	171,7	197,4	204,2	215,5	226,3
Bruttomarginal	94,0%	78,9%	51,9%	56,4%	65,0%	64,8%	65,1%	65,1%
Övriga externa kostnader	-30,7	-35,1	-41,9	-56,0	-52,5	-52,1	-53,1	-55,7
Personalkostnader	-15,4	-15,6	-34,7	-54,3	-69,3	-76,6	-80,4	-84,4
Övriga rörelsekostnader	-14,4	-9,6	-41,2	-11,3	-11,2	-11,8	-12,4	-14,0
EBITDA	11,0	10,9	24,2	50,1	64,3	63,7	69,6	72,1
EBITDA-marginal	15,6%	12,4%	9,8%	17,0%	22,3%	21,1%	21,9%	21,6%
Av- och nedskrivningar	0,0	0,0	0,0					
Av- och nedskrivningar	-7,2	-9,4	-9,7	-28,7	-36,9	-37,4	-37,4	-37,4
EBIT	3,8	1,5	14,4	21,5	27,4	26,3	32,3	34,7
EBIT-marginal	5,1%	1,7%	5,3%	7,0%	9,0%	8,4%	9,7%	10,0%

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.*

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

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 positivt 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

Denna analys är en så kallad uppdragsanalys. Detta innebär att Analyst Group har mottagit betalning för att göra analysen. Uppdragsgivare **Seamless Distribution Systems AB** (vidare Bolaget) har inte haft någon möjlighet att påverka de delar där Analyst Group har haft åsikter om Bolaget, framtida värdering eller annat som skulle kunna tänkas utgöra en subjektiv bedömning. De delar som Bolaget har kunnat påverka är de delar som är rent faktamässiga och objektiva.

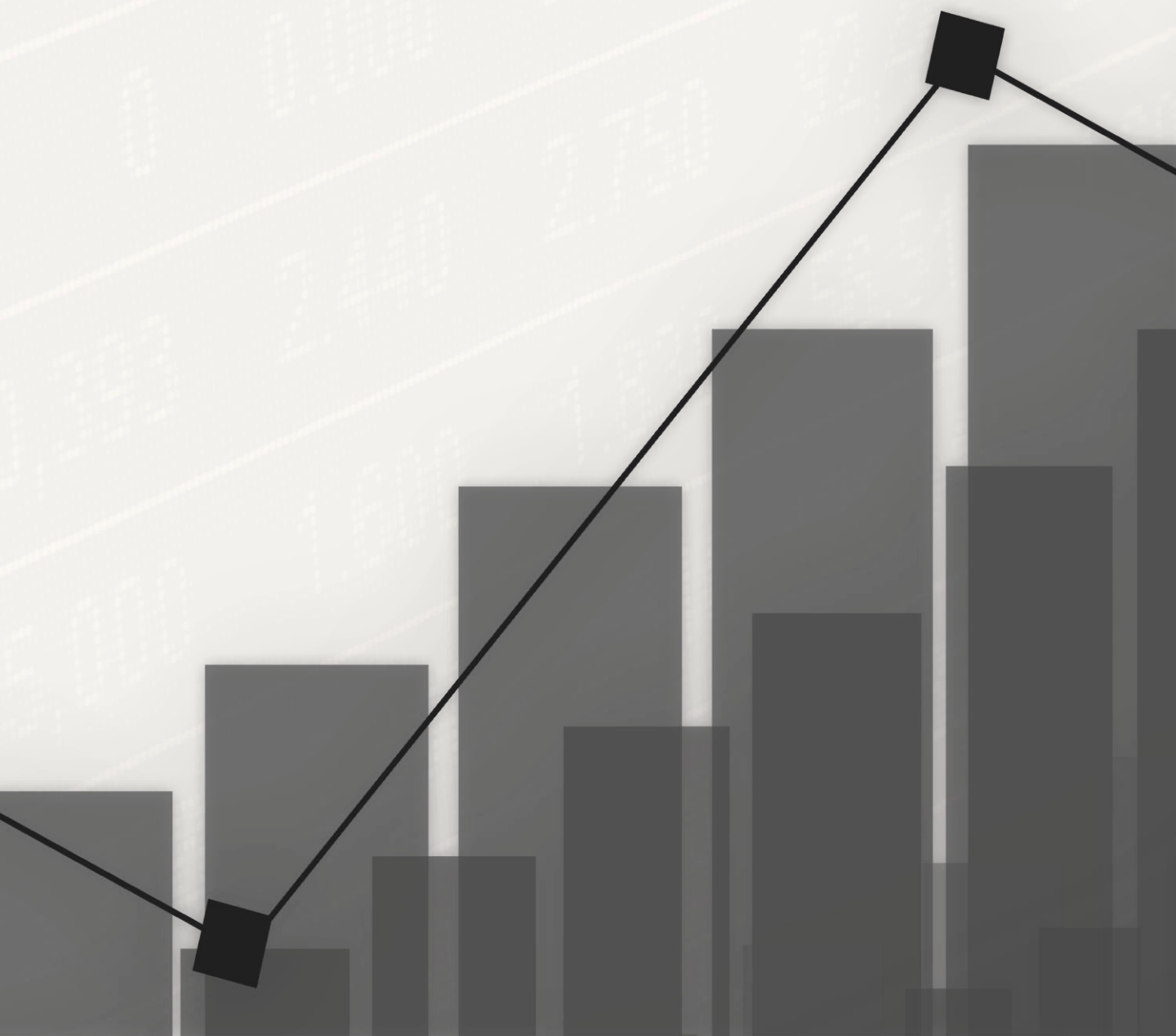
Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2022). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



Analyst Group



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Riddargatan 12B, 114 35, Stockholm