

# Seamless Distribution Systems



## De återkommande intäkterna visar styrka

Med ett större fokus på att leverera standardiserad mjukvara, snarare än kundspecifik utveckling, har SDS proaktivt reducerat den operationella risken i affärsmodellen under år 2023. Detta, i kombination med en stark utveckling i de återkommande intäkterna och initierat kostnadsreduktionsprogram, möjliggör en solidare affärsmodell med en ökad lönsamhetspotential samt kortare ledtider hos kunder framgent. Genom ett förbättrat produkterbjudande och fortsatt arbete med leverera hög kundnöjdhet bedöms förutsättningarna för en fortsatt positiv utveckling i de återkommande intäkterna som goda kommande år. Med hänsyn till ovannämnda estimeras ett justerat EBITDA-resultat om 53,2 MSEK år 2024 och baserat på en relativvärdering härleds ett potentiellt värde per aktie om 10,3 kr (11,6) per aktie i ett Base scenario.

### ▪ Svagare nettoomsättning belastade EBITDA-resultatet

Under Q3-23 uppvisade SDS-koncernen en nettoomsättning om 64,2 MSEK, vilket var ca -8 % lägre än estimerat (69,7) och -15,6 % lägre sett till Y-Y (76,1). Parallellt steg de återkommande intäkterna i en högre takt än vad Analyst Group estimerat, motsvarande ca 23 % Y-Y till 37,9 MSEK, vilket innebär att de återkommande intäkterna uppgår till 139 MSEK på rullande tolv månader, ca 57 % av nettoomsättningen, och därmed är SDS på god väg att täcka Bolagets fasta kostnader. Medan de återkommande intäkter fortsätter att visa en stark utveckling, var samtidigt utvecklingen i nyförsäljningen och dotterbolaget SDD desto svagare vilket, i kombination med en låg ordergång och kommunicerade ordrar under kvartalet, har medfört en revidering i våra prognoser avseende nettoomsättningen. Rörelsekostnader<sup>1</sup> minskade i absoluta tal Q-Q, men då nettoomsättning föll desto mer, belastades det justerade EBITDA-resultatet, uppgående till 4,9 MSEK, vilket var lägre än estimerat om 9 MSEK, varför vi även har reviderat ned EBITDA-resultatet under prognosperioden.

### ▪ Nått uttalad kapitalisering genom ny riktad emission

I slutet av Q3-23 genomförde SDS årets andra riktade emission om 20 MSEK, vilket innebär att Bolaget har nått uttalad kapitalisering om minst 40 MSEK i enlighet med de omförhandlade obligationsvillkoren under H1-23. Trots dessa kapitalinjektioner under året uppgick kassan vid utgången av Q3-23 till 11,1 MSEK, vilket till stor del förklaras i en ökad kapitalbindning i rörelsekapitalet. Viktigt framöver blir, enligt Analyst Group, att förbättra hanteringen av rörelsekapitalet, genom att b.l.a. mer effektivt driva in utestående kundfordringar, för att kunna stärka kassaflödet organiskt.

### ▪ Reviderat värderingsintervall

Då såväl nettoomsättningen som det justerade EBITDA-resultatet var lägre än våra estimat, har vi reviderat ned våra prognoser avseende intäkter från nyförsäljning och SDD, men samtidigt reviderat upp estimaten avseende de återkommande intäkter. På koncernnivå innebär revideringarna en lägre estimerad nettoomsättning och justerat EBITDA-resultat vilket, i kombination med en generell multipelkontraktion bland peers samt en sämre utveckling i kassaflödet än estimerat, har medfört ett reviderat värderingsintervall i samtliga scenarion. Givet ett fortsatt ogynnsamt marknadssentiment bland småbolag och låg likviditet i SDS-aktien, bedömer vi det som mindre troligt att SDS når vårt Base scenario under innevarande år, utan väljer istället att blicka mot år 2024.

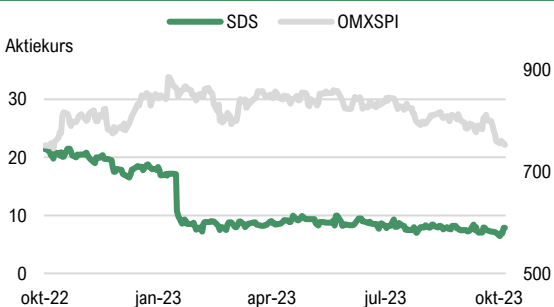
### VÄRDERINGSINTERVALL

**Bear** 5,2 kr      **Base** 10,3 kr      **Bull** 16,2 kr

### NYCKELDATA

Senast betalt (2023-10-27)	7,9
Antal Aktier (st.)	15 464 874
Market Cap (MSEK)	121,9
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	194,0
Enterprise Value (MSEK)	315,9
Lista	First North Stockholm
Bokslutskommuniké 2023	2024-02-15

### KURSUMVECKLING



### HUVUDÄGARE (KÄLLA: HOLDINGS, 2023-09-29)

Avanza Pension	13,3 %
Jan Karlander	11,1 %
Swedbank Försäkring	10,0 %
ÖstVäst Capital Management	7,6 %
Veronica Wallman	5,8 %

Prognoser (MSEK)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>288,2</b>	<b>245,4</b>	<b>274,1</b>	<b>291,9</b>	<b>308,0</b>
Omsättningstillväxt	-2,5%	-14,8%	11,7%	6,5%	5,5%
<b>Bruttoresultat</b>	<b>197,4</b>	<b>182,4</b>	<b>210,1</b>	<b>206,7</b>	<b>219,0</b>
Bruttomarginal (adj) <sup>2</sup>	63,2%	60,5%	70,0%	70,8%	71,1%
<b>EBITDA</b>	<b>64,3</b>	<b>9,8</b>	<b>33,0<sup>3</sup></b>	<b>53,2<sup>3</sup></b>	<b>65,5<sup>3</sup></b>
EBITDA-marginal	22,3%	4,0%	12,1% <sup>3</sup>	18,2% <sup>3</sup>	21,3% <sup>3</sup>
P/S	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4
EV/S	1,1	1,3	1,2	1,0	1,0
EV/EBITDA	4,9	32,2	9,6	5,9	4,8

<sup>1</sup> Exkl COGS, övriga rörelsekostnader och avskrivningar.

<sup>2</sup> Exkl. övriga rörelseintäkter.

<sup>3</sup> Justerat för balanserade utgifter för utveckling.

## Innehållsförteckning

### Innehållsförteckning

Introduktion	2
Kommentar Q3	3-6
Investeringssidé	7
Bolagsbeskrivning	8-11
Marknadsanalys	12-13
Finansiell prognos	14-19
Värdering	20-23
Bull & Bear	24
Ledning & styrelse	25-26
Appendix	27-30
Disclaimer	31

### OM BOLAGET

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. Bolaget är verksamt i 60 länder, hanterar mer än 15 miljarder transaktioner årligen och når över 1,2 miljarder abonnenter. Under åren 2018-2019 genomförde SDS två omfattande förvärv, vilka medförde synergier som successivt har realiserats. Ytterligare ett förvärv slutfördes under Q2-21, ett *Big Data Analytics*-företag vid namn Riaktr, som stärker produkterbjudandet och ökar tillväxten såväl som lönsamheten. SDS är noterade på First North Stockholm sedan juli år 2017.

### VD OCH ORDFÖRANDE

Verkställande Direktör Eddy Cojulun

Styrelseordförande Martin Roos

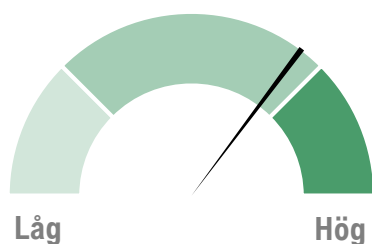
### ANALYTIKER

Namn Christoffer Jennel

Telefon +46 371 58 95 55

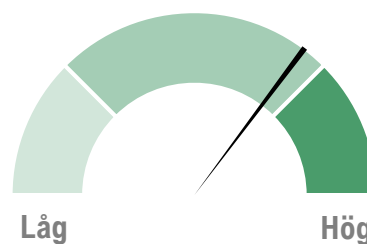
E-mail christoffer.jennel@analystgroup.se

### Värde drivare



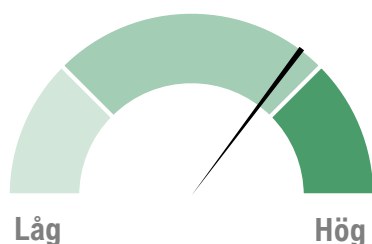
SDS har ett välfungerande system som är affärskritiskt för Bolagets kunder. Affärsmodellen är skalbar och möjliggör goda bruttomarginaler. Nyligen erhållna ordrar kombinerat med en stigande andel återkommande intäkter förväntas bidra till stabila kassaflöden under en överskådlig framtid, där merförsäljning förväntas bidra till ökade marginaler. Under åren 2021-2022 ingick SDS avtal med elva nya operatörsgupper, däribland Telenorgruppen och Vodafone, vilket, tillsammans med ytterligare nya operatörsgupper på kundlistan under år 2023, bådär för god organisk tillväxt framgent.

### Lönsamhet



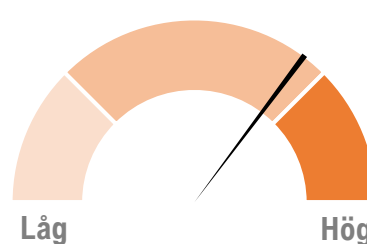
Historiskt har SDS visat lönsamhet, men visade negativ vinstmarginal under år 2017 och år 2022 samt en tunn vinstmarginal under år 2018. Under åren 2019-2021 uppvisade SDS en stigande vinstmarginal, men trots att lönsamheten visar en positiv trend, samt att Bolaget visat lönsamhet på EBITDA-nivå de senaste sex räkenskapsåren, sänker hög känslighet mot uteblivna orders betyget något. Bolaget befinner sig dock i en omställningsfas mot mer SaaS-intäkter vilket förväntas minska beroende av nya ordrar framöver.

### Ledning & Styrelse



SDS:s ledning och styrelse består av ett erfaret team, där insiderägandet uppgår till ca 13 %. Ledningen och styrelsen besitter mångårig och meriterande erfarenhet, men för ett högre betyg hade vi gärna sett ett större insiderägande från ledningsgruppen (3,6 %), vilket hade ingjutit ett högre förtroende.

### Risk



Då ca 50 % 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, samt att Bolaget har en hög skuldsättning.

**64 MSEK**  
NETTO-  
OMSÄTTNING Q3-  
23

**23,1 %**  
TILLVÄXT  
I ÅTER-  
KOMMANDE  
INTÄKTER Y-Y

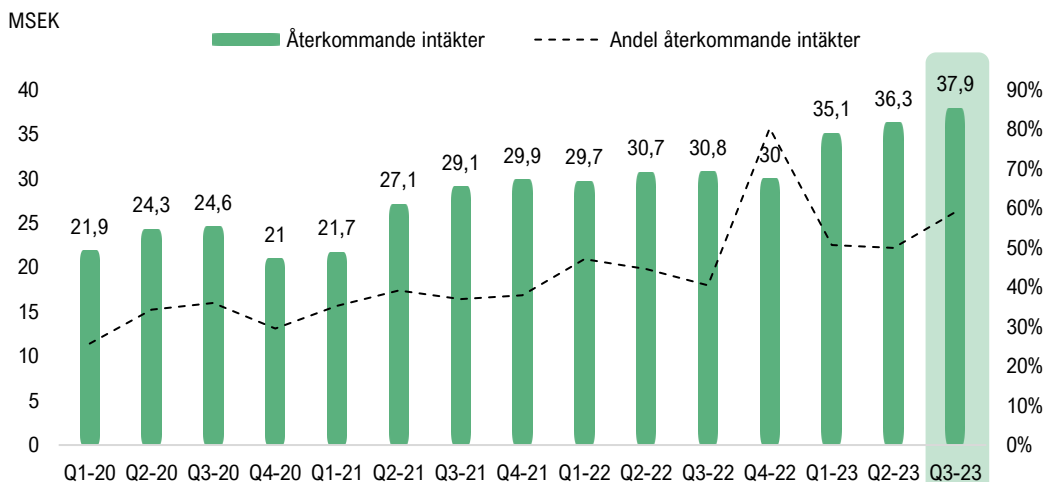
### Nettoomsättningen sjönk med -15,6 % Y-Y medan de återkommande intäkterna ökade med 23,1 %

För det tredje kvartalet år 2023 uppvisade SDS en nettoomsättning om 64,2 MSEK, motsvarande en negativ tillväxt om -15,6 % Y-Y och -11,8 % Q-Q, vilket var lägre än vad Analyst Group hade estimerat om 69,7 MSEK. Det ska samtidigt poängteras att SDS uppvisade ett starkare H1-23 än initialt estimerat. Analyst Group hade ursprungligen prognostiserat ett svagare H1-23 på grund av den nya affärsstrategin med ökad standardisering i kombination med kostnadsbesparingsprogrammets effekter, trots den starka backlogen från 2022, som sedan estimerades följas upp av ett starkare H2-23. Det som går att konstatera är att SDS under H1-23 snabbt återgick till nivåer som historiskt uppvisats, men att H2-23, i och med utfallet i Q3-rapporten, har inletts svagare än estimerat, primärt drivet av en lägre nyförsäljning och tillväxt inom SDD än väntat.

En positiv datapunkt ur rapporten är däremot att de återkommande intäkterna fortsätter att växa starkt, vilka uppvisade en tillväxt om 23,1 % Y-Y, och uppgick till 37,9 MSEK (30,8 MSEK) under Q3-23, att jämföra med vårt estimat om 36 MSEK. Under kvartalet uppgick de återkommande intäkterna till 59 % av den totala nettoomsättningen, men är samtidigt ett resultat av en lägre nyförsäljning och nettoomsättning i SDD än historiskt såväl som estimerat. Analyst Group estimerar att SDS-koncernens fasta kostnadsbas (personalkostnader, övriga externa kostnader samt avskrivningar), efter de fulla effekterna av kostnadsbesparingsprogrammet har realiserats, uppgår till ca 165–169 MSEK och för rullande tolv månader uppgår de återkommande intäkterna till 139 MSEK, vilket indikerar att SDS är på god väg att täcka de fasta kostnaderna för koncernen. Analyst Group estimerar att detta kommer att ske under slutet av år 2024, vilket i sin tur kommer minska osäkerheten i Bolagets kassagenerering över tid och driva en större marginalexpansion i takt med att intäkterna fortsätter att växa.

### De återkommande intäkter växte med 18 % Y-Y under Q3-23 och utgjorde 59 % av nettoomsättningen.

Återkommande intäkter och dess andel av total nettoomsättning



Källa: SDS

### Fortsätter att vinna nya ordrar och stärker relationen med Vodafone

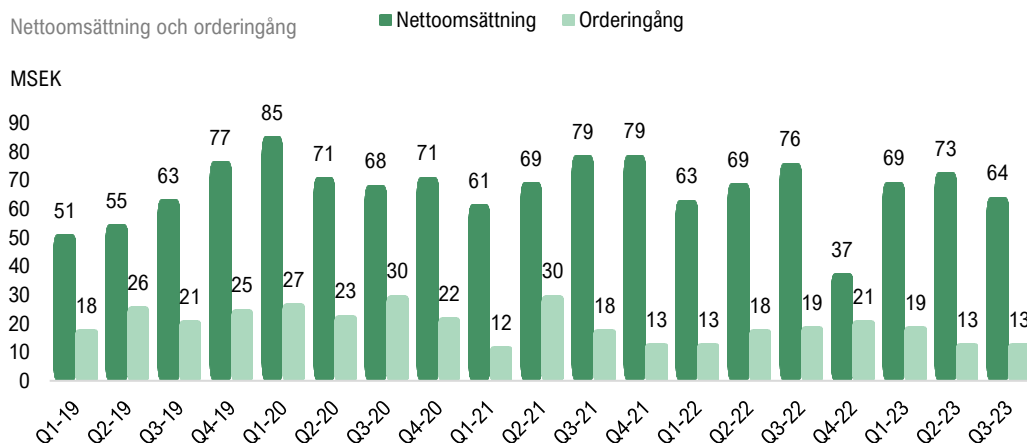
Under Q3-23 har SDS kommunicerat två ytterligare ordrar, en från Vodafone Oman om 7,7 MSEK avseende en Man-Day Bucket order och en strategisk order från Benin om 1,5 MSEK avseende Bolagets SCC-produkt, vilket är första gången som SDS introducerar produkten i Benin. Det positiva med ordern, förutom att det är den första av dess karaktär inom regionen, är att den ger upphov till återkommande licensintäkter och därmed stärker Bolagets förutsättningar att täcka de fasta kostnaderna genom återkommande intäkter. SDS har hittills under år 2023 kommunicerat ordrar till ett värde av 20 MSEK, vilket tillsammans med den starka backlogen från år 2022, ger en nyförsäljning om 48,1 MSEK YTD. Noterbart är att värdet på kommunicerade ordrar har varit mindre (genomsnittsvärde ~2,8 MSEK) jämfört med år 2022 (~6,5 MSEK) samtidigt som det totala kommunicerade ordervärdet om 20 MSEK hittills understiger totalvärdet från år 2022 markant (59 MSEK). Utvecklingen är däremot planerlig givet Bolagets nya affärsinriktning, varför Analyst Group ser positivt på utvecklingen givet att SDS under år 2023 samtidigt uppvisat en stark utveckling i de återkommande intäkterna, vilket sammantaget bedöms reducera den affärsrelaterade risken i den operativa rörelsen.

**ERHÅLLIT EN**  
STRATEGISK ORDER  
UNDER KVARTALET

**13**  
VUNNA ORDRAR  
UNDER Q3

Under det tredje kvartalet har SDS vunnit 13 ordrar, vilket var i linje med föregående kvartal (13), men samtidigt lägre än motsvarande kvartal föregående år (19), likväl under genomsnittet sedan 2019 om 20 ordrar/kvartal. Utfallet var något lägre än vad Analyst Group hade estimerat, samtidigt har antalet vunna ordrar under ett kvartal ingen större korrelation med efterföljande kvartals omsättning givet tidigare mönster, parallellt som andelen återkommande intäkter har ökat under de senaste kvartalen vilket gör SDS mindre beroende av nya ordrar än tidigare. Däremot bedömer Analyst Group att orderingången å andra sidan visar en fortsatt försiktighet på marknaderna som Bolaget verkar inom, något som kan komma att hålla tillbaka nyförsäljningen i viss uträkning kommande kvartal.

**Korrelationen mellan nettoomsättning och orderingång visar en historiskt svag korrelation – men det ger en viss indikation om marknadsläget.**

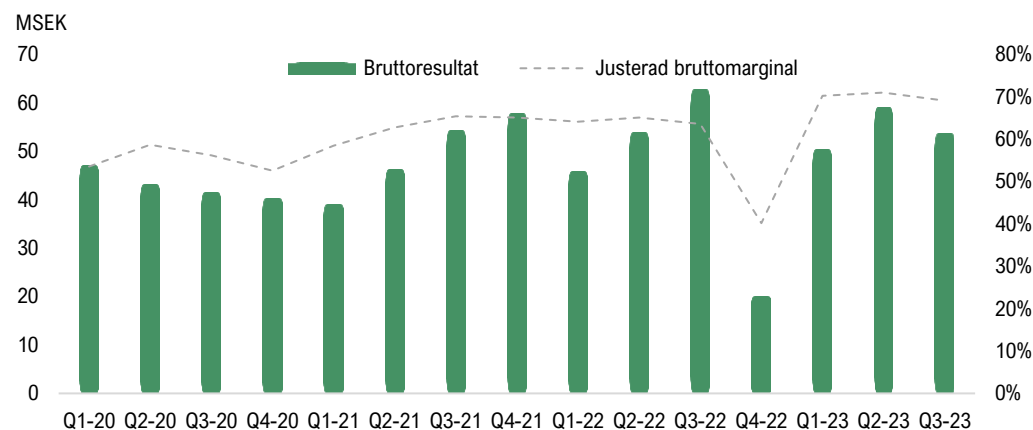


Källa: SDS

## Sekventiellt försämrad bruttomarginal – men tydliga förbättringar sett till Y-Y

**69,1 %**  
BRUTTOMARGINAL

Under Q3-23 uppgick bruttomarginalen till 69,1 %, justerat för valutaeffekter, vilket var i linje med våra estimat, och innebär en mindre försämring Q-Q (71 %), men samtidigt en förbättring jämfört med motsvarande period föregående år då bruttomarginalen uppgick till 63,5 %. Den positiva utvecklingen avseende bruttomarginalen som SDS har uppvisat de senaste kvartalen har drivits i synnerhet av en ökad andel återkommande intäkter och en fallande omsättning från dotterbolaget SDD, vilka har en väsentligt lägre underliggande lönsamhet. Variationen i bruttomarginalen på kvartalsbasis styrs av lönsamheten i åtagna projekt, generell produktmix samt försäljningsvolymen, varför den sekventiellt lägre bruttomarginalen under Q3-23 jämfört med Q2-23 delvis är ett resultat av den lägre nettoomsättningen under kvartalet jämfört med föregående.



Källa: SDS

### Rörelsekostnaderna fortsätter att planenligt minska – men den lägre omsättningen medför ett sämre EBITDA-resultat

**4,9 MSEK**  
**JUSTERAD EBITDA**  
**Q3-23**

**7,7 %**  
**JUSTERAD**  
**EBITDA-MARGINAL**  
**Q3-23**

Under Q3-23 uppgick EBITDA-resultatet till 12,7 MSEK (19,2 MSEK), motsvarande en EBITDA-marginal om 19,8 % och en negativ EBITDA-tillväxt om -33,9 % Y-Y, vilket var lägre än vad Analyst Group estimerat om 16,6 MSEK. Justerat för investeringar i produktutveckling, vilka aktiveras i rörelsekostnaderna, uppgick det justerade EBITDA-resultatet till 4,9 MSEK (6,1 MSEK), motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 7,7 %, vilket var lägre än estimerat (9 MSEK). Rörelsekostnaderna (exkl COGS och övriga rörelsekostnader) uppgick till -29,4 MSEK, således lägre än estimerat (-31,6 MSEK), och samtidigt ca -14 % lägre sett till Y-Y, där utvecklingen drivs av tidigare initierat kostnadsbesparingsprogram, vilket successivt har minskat rörelsekostnaderna sedan Q4-rapporten år 2022 då programmet annonserades. Under kvartalet har SDS erbjudit konsulter från Pakistan, vilka Bolaget tidigare har haft ett nära samarbete med, en fast anställning via Bolagets dotterbolag i Pakistan, vilket var drivande till att personalkostnaderna uppgick till -23,8 MSEK under Q3-23, att jämföra med -21 MSEK föregående kvartal och -21,2 MSEK under motsvarande period föregående år. Samtidigt minskade de övriga externa kostnaderna avsevärt under Q3-23, uppgående till -5,5 MSEK från -12,9 MSEK motsvarande kvartal föregående år, och härleddes till väsentligt lägre konsultlöner i samband med övergången till fast anställning.

Det lägre justerade EBITDA-resultatet under Q3-23 än estimerat (4,9 MSEK mot 9 MSEK) förklaras primärt av den lägre nettoomsättningen än estimerat, sekundärt av valutaeffekter, och givet utfallet under kvartalet kommer Analyst Group se över helårsestimaten avseende EBITDA-resultatet i kommande analys-uppdatering. Samtidigt ser Analyst Group att SDS kan leverera ett starkare EBITDA-resultat under Q4-23, vilket estimeras understödjas av en starkare försäljning i kombination med fortsatta effekter från kostnadsbesparingsprogrammet. Däremot estimeras det inte vara tillräckligt för att SDS ska nå tidigare helårsestimat om ett justerat EBITDA-resultat om 41,3 MSEK för år 2023.

### Har genomfört årets andra riktade emission och har nu fullgjort sina skyldigheter

**GENOMFÖRD**  
**RIKTAD**  
**NYEMISSION OM**  
**20 MSEK**  
**UNDER**  
**KVARTALET**

Vid utgången av Q3-23 uppgick kassan till 11,1 MSEK, vilket motsvarar en ökning om ca 6,9 MSEK jämfört med föregående kvartal, primärt drivet av valutaeffekter. Under kvartalet har SDS genomfört årets andra riktade nyemission om 20 MSEK, vilket därmed innebär att Bolaget har fullföljt sina skyldigheter från omförhandlingen av obligationen tidigare i år och har uppnått uttalad kapitalisering av Bolaget. Ledningsgruppen och styrelsen tecknade aktier i den senaste nyemissionen till ett värde om 6,4 MSEK till en teckningskurs om 7,55 kr, motsvarande en premie om 1,2 % jämfört med VWAP\*, vilket är ett positivt signalvärde för aktieägarna då det ökar ledningen och styrelsens "Skin in the Game" samtidigt som det visar på förtroende för Bolaget och uttalad strategi. Det negativa är däremot att befintliga aktieägare vid två tillfällen har blivit utspädda om totalt ca 32 %, å andra sidan medför en företrädesemission en risk att emissionen ej når tillräcklig täckningsgrad, i synnerhet givet rådande marknadssentiment bland småbolag. Analyst Group bedömer den senaste riktade nyemission som att SDS antingen har valt att inte sälja dotterbolagen Seamless Digital Distribution och eServGlobal Holding SAS, eller att Bolaget inte lyckades hitta rätt köpare av dessa.

Vidare har SDS antagit ett incitamentsprogram för styrelse och bolagsledningen, bestående av högst 640 000 teckningsoptioner vilka ger rätt till nyteckning av aktier under perioden 15 oktober – 31 december 2026 till en teckningskurs om 25 kr per aktie. Totalt kan incitamentprogrammet inbringa ett kapitaltillskott om 16 MSEK och dels innebära en utspädning om ca 5 % givet nuvarande antal aktier, dels stärka styrelsens och ledningsgruppens ägande i SDS ytterligare, vilket säkerställer att deras motivation och incitament samstämmer med aktieägarna.

**-9,6 MSEK  
FRITT  
KASSAFLÖDE**

### Lägre resultat och ökad kapitalbindning medförde till ett negativt fritt kassaflöde under kvartalet

Under Q3-23 levererade SDS ett negativt fritt kassaflöde om -9,6 MSEK vilket innebär en förbättring Q-Q, men samtidigt var det fria kassaflödet väsentligt lägre än vad Analyst Group estimerat, givet att föregående kvartals negativa kassaflöde primärt var en effekt av ett ökat rörelsekapital till följd av förseningar i kundleveranser samt brist på utländsk valuta (USD och EUR) hos kunder, där Bolaget i samband med Q2-rapporten meddelade att merparten av det större projektet hade avslutats efter kvartalet. Analyst Group anser att det negativa fria kassaflödet under kvartalet indikerar att SDS har vissa svårigheter att driva in kundfordringar, vilket även styrks i det sekventiellt stigande rörelsekapitalet. Då kassan vid utgången av Q3-23 om 11,1 MSEK inkluderar två genomförda riktade nyemissioner om totalt 40 MSEK under året, ser Analyst Group det som vitalt att SDS framöver förbättrar Bolagets hantering av rörelsekapitalet, till exempel genom bättre kredittider mot leverantörer och snabbare driva in kundfordringar, för att undvika att behöva använda den befintliga checkräkningskrediten om 9 MSEK, även om den ger bolaget större rörelsefrihet. Detta behöver även ske för att Bolaget ska kunna stärka kassaflödet organiskt och därigenom betala tillbaka på den utestående obligationen, vilken medför större räntekostnader, samt för att undvika att behöva genomföra ytterligare emissioner framgent för att finansiera rörelsen.

**Avslutningsvis** konstaterar Analyst Group att SDS levererade under våra estimat avseende nettoomsättning och justerat EBITDA-resultat, varför vi har reviderat våra helårsestimat för år 2023. Vidare anser Analyst Group att SDS:s kassaflöde visar tecken på svårigheter att driva in kundfordringar, vilket har medfört en ökad kapitalbindning. Viktigt framöver bli att förbättra hanteringen av rörelsekapitalet för att frigöra kassaflöde och därigenom undvika att användning av checkräkningskrediten för att finansiera rörelsen, men även att ytterligare emissioner behövs genomföras. Det positiva från rapporten är att de återkommande intäkterna fortsätter att visa en stark utveckling, där Analyst Group bedömer att SDS är på god väg att täcka Bolagets fasta kostnader under år 2024, vilket därigenom skulle stärka såväl lönsamheten som kassan.

### Estimatförändringar

MSEK	Nya estimat			Tidigare estimat			Förändring (%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
<b>Nettoomsättning</b>	<b>274,1</b>	<b>291,9</b>	<b>308,0</b>	<b>284,7</b>	<b>298,9</b>	<b>313,9</b>	<b>-4%</b>	<b>-2%</b>	<b>-2%</b>
Bruttoresultat	210,1	206,7	219,0	210,2	212,5	224,1	0%	-3%	-2%
Bruttomarginal (adj)	70,0%	70,8%	71,1%	70,7%	71,1%	71,4%	-1%	0%	0%
SG&A	-125,3	-128,5	-133,2	-129,1	-129,7	-133,7	-3%	-1%	0%
EBITDA	63,5	78,2	85,8	71,3	82,8	90,4	-11%	-6%	-5%
EBITDA-marginal	23,2%	26,8%	27,9%	25,1%	27,7%	28,8%	-7%	-3%	-3%
<b>Justerat EBITDA</b>	<b>33,0</b>	<b>53,2</b>	<b>65,5</b>	<b>41,3</b>	<b>57,8</b>	<b>70,1</b>	<b>-20%</b>	<b>-8%</b>	<b>-7%</b>
Justerad EBITDA-marginal	12,1%	18,2%	21,3%	14,5%	19,3%	22,3%	-17%	-6%	-5%

### Överblick över SDS:s Q3-rapport

Nettoomsättning, EBITDA, tillväxt, lönsamhet, kassa och andel återkommande intäkter.

**Seamless**  
Distribution Systems

Nettoomsättning

**64,2**

MSEK  
EBITDA

**12,7**

MSEK



**-15,6 %**

Omsättningstillväxt Y-Y



**19,8 %**

EBITDA-marginal



**-33,9 %**

EBITDA-tillväxt Y-Y

**Q3-23**

En överblick



**+23,1 %**

Tillväxt i återkommande intäkter



**59,0 %**

Andel återkommande intäkter



**11,1 MSEK**

Kassa, Q3-23



# Investeringsidé

## Ökad standardisering i produkterbjudandet ska förbättra effektiviteten och skalbarheten

Som ett led i det kostnadsbesparingsprogram som SDS kommunicerade under Q1-23, ämnar Bolaget att ompositionera verksamhetens fokus från kundspecifik utveckling till ett mer standardiserat produkterbjudande, samtidigt som en mer strömlinjeformad FoU-process eftersträvas. Historiskt har mycket av Bolagets FoU-utgifter tillkommit genom skraddarsydda projekt åt kund, från vilka Bolaget hädanefter försökt skala utvecklad mjukvara till andra kunder. SDS:s förmåga att leverera kundunika lösningar har bidragit till den höga kundtillfredsställelsen som Bolaget haft historiskt, men har samtidigt varit ett relativt ineffektivt tillvägagångssätt för att kapitalisera på den underliggande höga skalbarheten i affärsmodellen. Av den anledningen avses Bolagets framtida nyförsäljning i en högre grad bestå av standardiserad mjukvara, vilket förväntas medföra högre produktmarginaler, kortare ledtider från order till kassaflöde samt en ökad effektivitet i Bolagets FoU-utgifter.

## Expanderande kundbas och produktportfölj möjliggör multidimensionell tillväxt

En viktig byggsten i SDS försäljningstillväxt är att penetrera nya operatörsgrupper, men även att bredda produktportföljen. SDS har under de senaste åren gått från att vara ett enproduktbolag till ett multiproduktbolag genom att kontinuerligt utveckla nya produktlösningar. Under åren 2021-2022 kom SDS in i över elva nya operatörsgrupper, dels organiskt och dels genom förvärv, där två i synnerhet intressanta operatörsgrupper var Telenorgruppen och Vodafone, vilka är bland världens största telekomoperatörer. Genom den expanderande kundbasen stärks förutsättningarna för SDS att växa vertikalt genom att successivt penetrera såväl nya marknader som operatörer framgent, men även horisontellt genom att vara framgångsrika i merförsäljningen mot Bolagets kundbas. Under år 2022 slutförde även SDS en viktig övergång till en ny teknologiarkitektur i form av Microservices, vilket möjliggör för SDS att skala upp effektivare, även om övergången initialt visade sig vara komplex och medförde förseningar i vissa projekt. Kombinationen av en expanderande kundbas och produktportfölj, tillsammans med en stärkt teknologiplattform, bärddar för en stark organisk tillväxt framgent.

## Tillhandahåller en affärskritisk tjänst

SDS tillhandahåller en, för sina kunder, affärskritisk tjänst och efter långtgående satsningar på hög kvalitet såväl som kundtillfredsställelse har SDS skapat en stabil grund att stå på, således goda referenser, bland annat MTN, Orange, Telenorgruppen samt 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 efterföljande *Switching Costs* mycket höga, vilket således ger SDS en typ av *Moat*. Diverse tilläggstjänster, som t.ex. *Business Intelligence*, analys- och kundlojalitetslösningar, ger även mervärde till kundernas verksamhet, vilket gör att SDS hamnar ännu högre upp i värdekedjan.

## Stark estimerad tillväxt inom SDS:s kärnmarknader medför uthållig efterfrågan

SDS möjliggör digitalisering av mobila och finansiella transaktioner och tjänster i tillväxtländer. Bolagets kärnmarknader utgörs primärt av Afrika söder om Sahara och MENA-regionen, där mellan 80-100 % av mobilanvändarna använder kontantkort. Det finns flertalet starka drivkrafter som tyder på att SDS befinner sig i en *Sweet Spot* inom marknaden, vilka är befolkningstillväxt, BNP-tillväxt samt ökning av mobilpenetration och mobilanvändning. Afrikas befolkning estimeras växa med 50 % under de kommande 20 åren, dessutom estimeras omkring 290 av de ca 400 miljoner nya mobilanvändarna fram till år 2025 vara inom SDS:s kärnmarknader. Dessa faktorer, tillsammans med att en relativt starkare BNP-tillväxt estimeras komma från utvecklingsländer framgent, gynnar SDS på flera plan. Å ena sidan kan befintliga licensavtal skalas upp givet fler användare, å andra sidan genom ökade transaktionsvärden, och därigenom ökad intäkt per kund, som ett resultat av ett ökat välstånd, drivet av en stark BNP-tillväxt.

## Viss operationell risk men Bolaget har samtidigt lagt en mer solid grund för stärka kassaflödet framgent

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. Övergången till ökad standardisering i produkterbjudandet samt en ökad selektivitet i framtida projekt skapar därtill en ökad osäkerhet vad gäller framtida försäljningsframgångar, även om initiativen medför en mer effektiv och lönsam affärsmodell. Vidare är Bolagets tjänster affärskritiska, och Bolaget har en historik av att uppvisa en god tillväxt i nettoomsättningen, tillika EBITDA-resultatet, och estimeras stärka bådaderna även framgent. Rådande omvärldsläge har däremot medfört en ökad osäkerhet hos telekomoperatörerna vilket, tillsammans med Bolagets ompositionering av affärsmodell, har hållit nere orderingången och därmed nyförsäljningen. I ett Base scenario prognostiseras SDS uppvisa en nettoomsättning om 291,9 MSEK under helåret 2024, med ett justerat EBITDA-resultat om 53,2 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt om 6,5 % Y-Y. Baserat på en forward EV/EBITDA-multipel om 6,1x på 2024 års estimat motiveras ett värde per aktie om 10,3 kr (11,6), vilket även har stöd i upprättad DCF.

ÖKAD SKALBARHET I KORTEN

FORTSÄTTER ATT PENETRERA NYA OPERATÖRSGRUPPER

KUNDER, I URVAL



SDS:S TJÄNSTER SKAPAR EN VISS MOAT GENTEMOT KONKURRENTER

BEFINNER SIG I EN SWEET SPOT PÅ MARKNADEN

291,9 MSEK I NETTO-OMSÄTTNING ESTIMERAS FÖR HELÅRET 2024

# Bolagsbeskrivning - SDS

**Seamless**  
Distribution Systems

Seamless-koncernen är ett svenskt mjukvaruföretag med global närvaro och tillhandahåller såväl programvara som tjänster för digital försäljning samt distribution till privatpersoner via mobiloperatörer, primärt i utvecklingsländer. Verksamheten bedrivs genom de två affärsområdena Seamless Distribution Systems (SDS) och Seamless Digital Distribution, och koncernen har idag kunder i fler än 60 länder och ca 320 medarbetare. Idag når koncernen över 1 100 miljoner mobilanvändare genom mer än tre miljoner aktiva återförsäljare och via koncernens plattformar hanteras över 15 miljarder transaktioner årligen till ett värde överstigande 14 mdUSD.

Affärsområdet **SDS** tillhandahåller en end-to-end plattform innehållande av lösningar för elektroniskt distribution av produkter, digitala eller fysiska, genom en omni-kanal, riktad mot privatkonsumenter via mobiloperatörer i tillväxtländer, samt en helhetslösning åt företagskunder för digitala konton och transaktioner. 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, dels genom egen produktinnovation, dels genom förvärv, och inkluderar numera 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 struktur, varit 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. Bolagets system och lösningar är affärskritiska plattformar då de i många fall hanterar upp till 90 % av SDS:s kunders intäkter.

**ERS 360**  
HANTERAR UPP  
MOT 90 % AV  
KUNDERNAS  
INTÄKTER

TILLHANDA-  
HÅLLER ÄVEN  
FINTECH-  
LÖSNINGAR

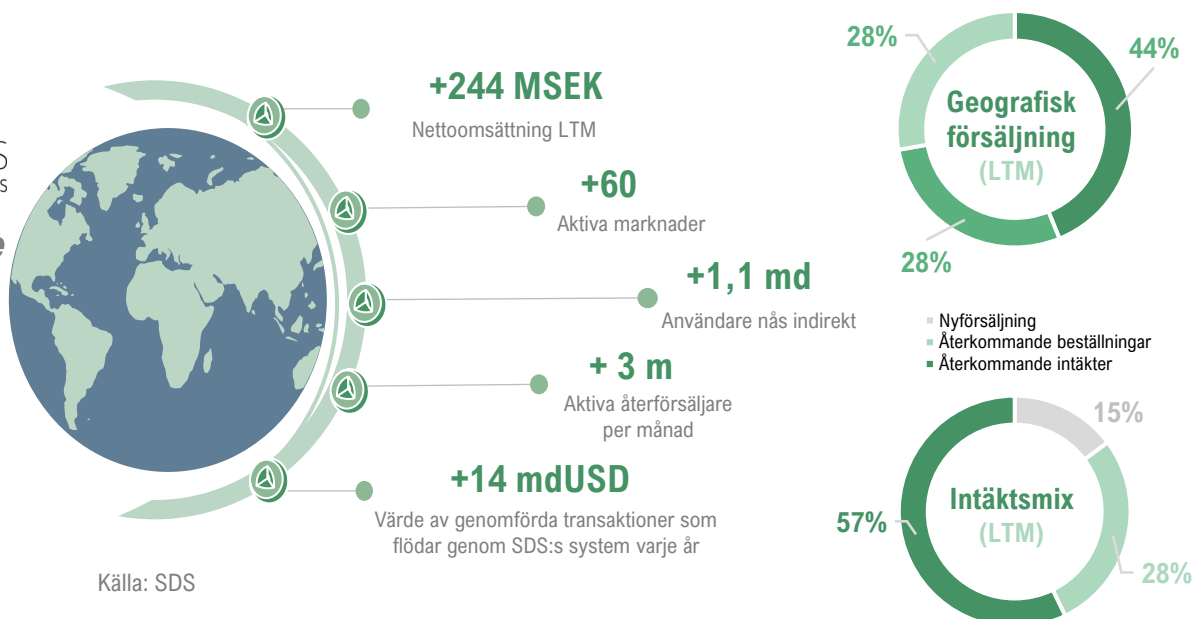
SDS har kombinerat Bolagets teknik och transaktionsexpertis till finansområdet för att även kunna leverera finansiella tjänster till utvecklingsländer, vilka Bolaget verkar inom. I den finansiella produktportföljen erbjuder SDS dels mikrokrediter, dels ett urval av mobila finansiella tjänster. Mikrokrediter 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 mikrokreditjänsten agerar SDS som en virtuell strategisk distributör och köper digitala produkter i förväg, så att operatören inte behöver ta någon kreditrisk.

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.

## SDS tillhandahåller affärskritiska plattformar och har en global närvaro.

Överblick över SDS:s verksamhet.

■ Afrika ■ Mellanöstern & Asien ■ Norden



**Seamless**  
Distribution Systems

*At a glance*



# Bolagsbeskrivning - SDS

## Big data & AI

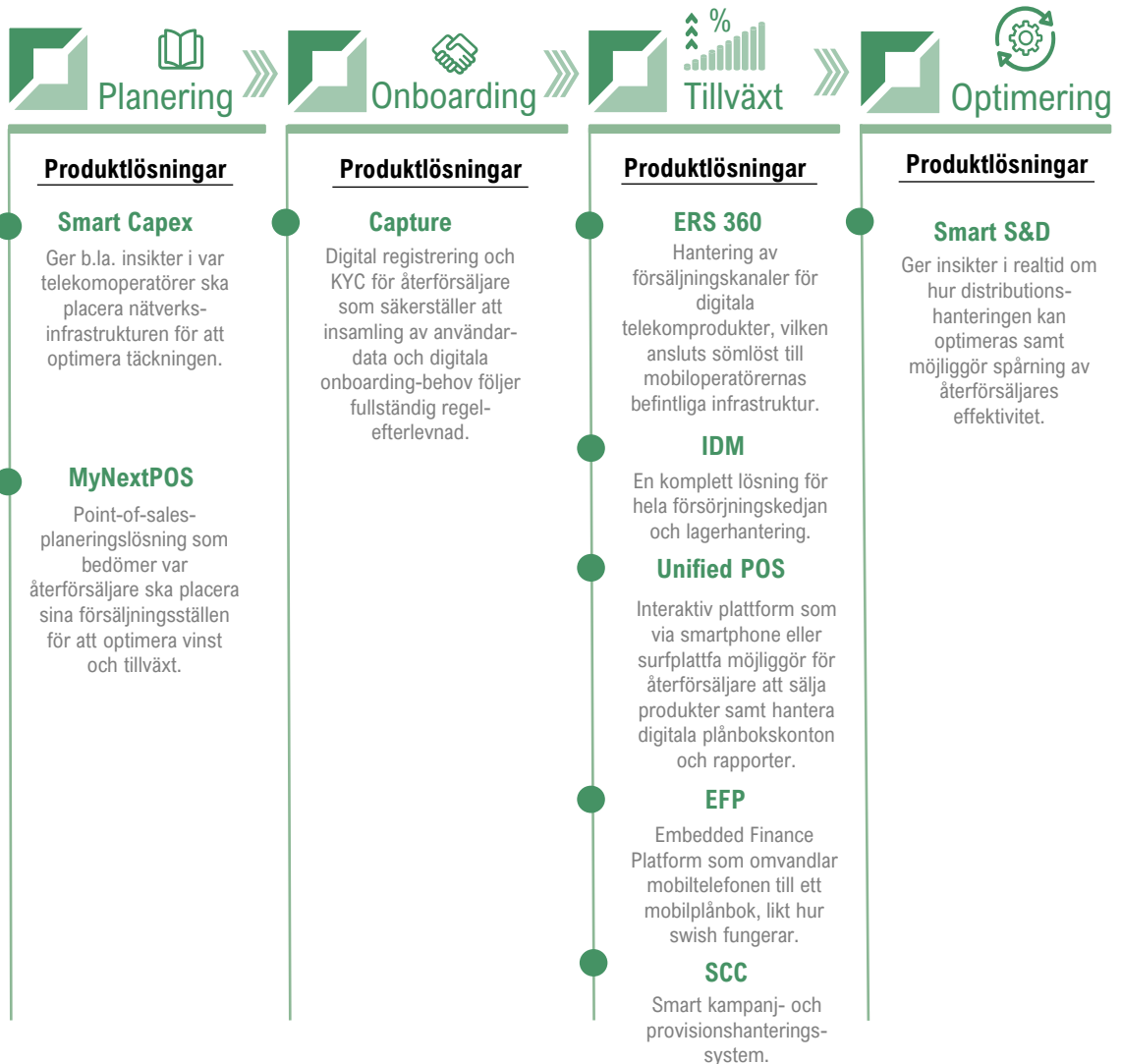


**Konkreta strategier** och råd för att **optimera** kundernas försäljning/distribution i realtid

Då SDS hanterar ungefär 15 miljarder transaktioner årligen ges Bolaget tillgång till 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 produkterbjudande inom AI-baserad affärsanalys, Business Intelligence ("BI"), vilken kompletterar redan befintlig teknik som Bolaget utvecklat. Med Riaktr ges 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.

Produkterbjudande, vilken kallas för *Retail Value Management (RVM)*, innehåller en svit av lösningar för planering, onboarding, tillväxt och optimering för mobiloperatörernas hela detaljhandelsresa samt Capex-investeringar och optimering av säljarkåren. Produkterbjudandet illustreras nedan.

## Retail Value Management – Överblick över produkterbjudandet



# Bolagsbeskrivning - SDS

**SAAS-MODELL  
GÖR ATT SDS  
SNABBT KAN  
SKALA UPP**

## Intäktmodell

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 kommer att grundas i en SaaS-prissättning avseende SDS:s produkter ur RVM-sviten, vilket därmed ändrar den initiala engångslicensen till återkommande licensavgifter, vilket att medför 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 intäktmodell 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

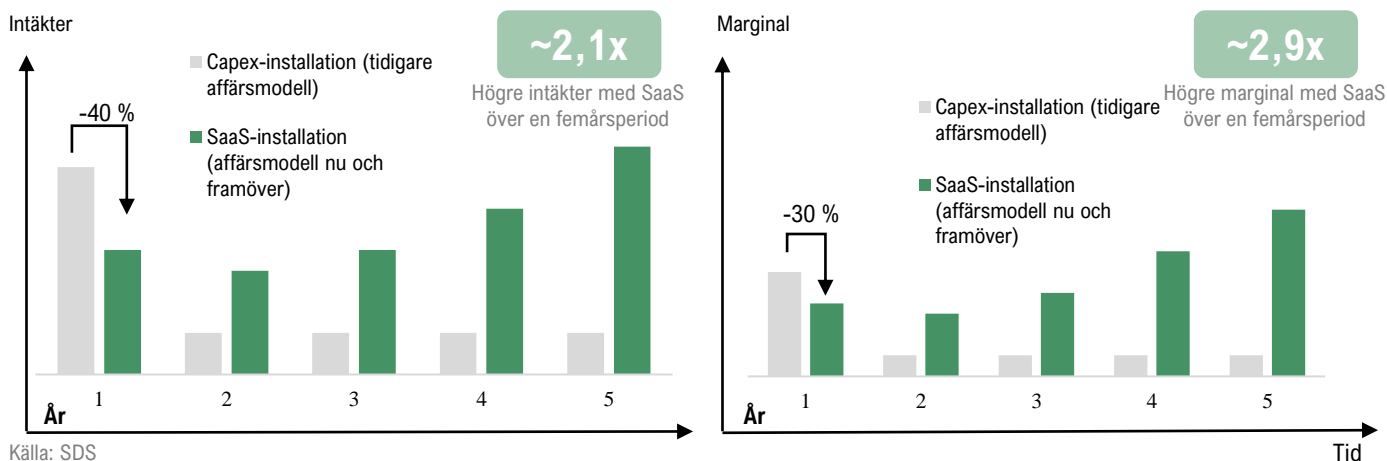
Förvärvet av Riaktr breddade koncernens erbjudande med kompletterande produkter i värdekedjan. *Smart Sales & Distribution* är en marknadsledande rekommendationsmotor för försäljning- och distributionsteam, och *Smart Capex* optimerar nätverksinvesteringsplanering för 5G och Fiber. Över 60 % av Riaktrs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

### 05 Kredittjänster

Riktat sig till återförsäljare och avser distribution av taltid och mobildata. SDS tecknar avtal med mobiloperatören, vartefter SDS köper taltid och mobildata av operatörerna 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 förväntas 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 och 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. Historiskt har SDS byggt mycket av Bolagets framgång på att ligga nära kund och vara lyhörda för deras önskemål, vilket å ena sidan har möjliggjort flertalet kundunika projekt, å andra sidan medfört långa ledtider från order till kassaflöde, således en minskad skalbarhet i affärsmodellen. Under Q1-23 meddelade SDS att Bolaget framöver kommer att eftersträva en högre grad av standardisering och fokusera mer på produktfokus snarare än kundspecifik utveckling framgent, vilket för SDS medför en ökad operationell effektivitet, högre marginaler och starkare kassaflöden över tid. Viktigt blir dock att finna en väl avvägd balans mellan standardiserad och skräddarsydd mjukvara till kunder för att säkerställa att den höga kundnöjdheten som bolaget har uppvisat historisk även bibehålls framgent.

# Bolagsbeskrivning - SDD

## Primär produktportfölj

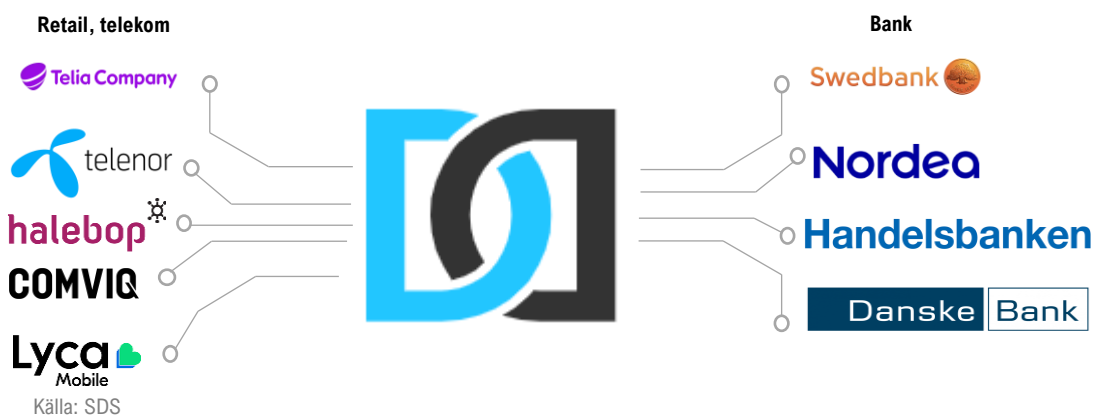
**+ 6 000 000**  
TRANSAKTIONER  
HANTERAR SDD  
ÄRLIGEN

Affärsområdet **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:

- **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



## 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 1-5 %. 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, varför fortsatt kostnadseffektivitet i kombination med höga försäljningsvolymerna därav är 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 21 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.

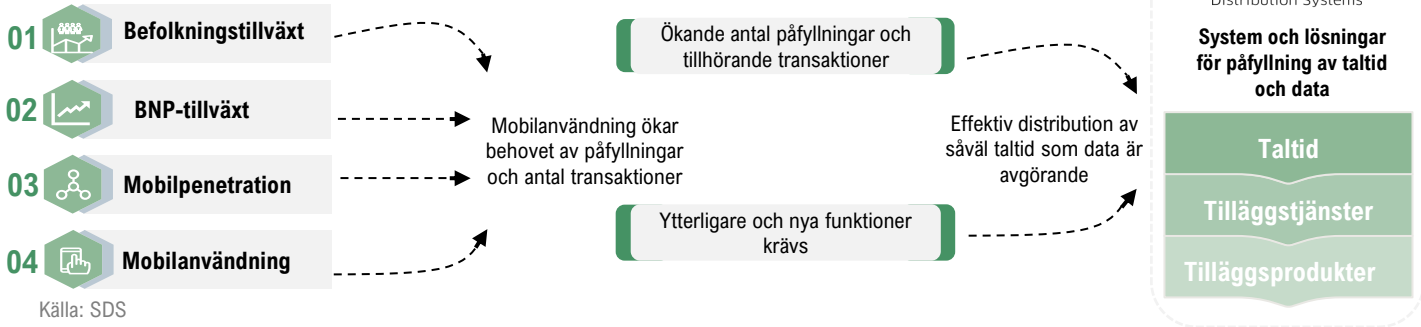
PANDEMIN HAR  
ÄNDRAT  
KÖPMÖNSTRET I  
HANDELN

~ 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, däremot upplever dessa marknader samtidigt en 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 illustreras i nedan graf.

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

Hur marknadstrenderna gynnar SDS:s verksamhet.

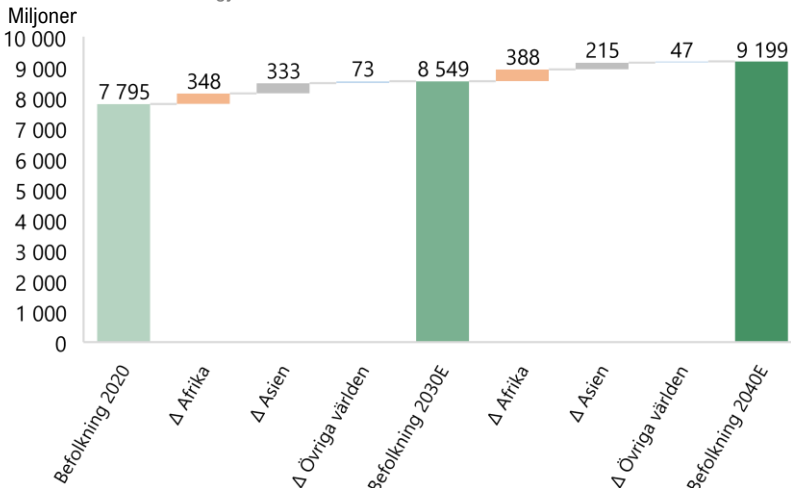


## Strukturella drivkrafter medför en uthållig efterfrågan på SDS:s produktportfölj

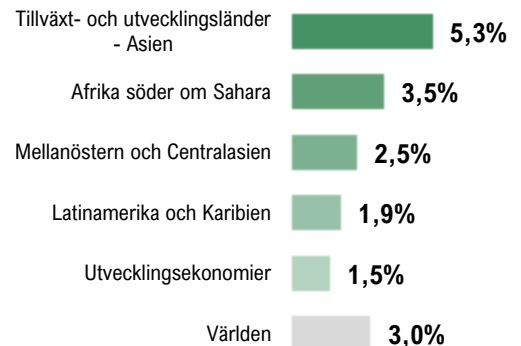
Sedan SDS grundades år 2001 har Bolaget successivt etablerat en stark närvaro inom tillväxtmarknader såsom Afrika, Asien och Mellanöstern, vilket har möjliggjorts genom en ökad penetration av telekomoperatörer i regionerna samt ett kontinuerligt breddat produkterbjudande. Kännetecknade för dessa marknader 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 estimerar 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, speglat av ett ökat välstånd och köpkraft, är två strukturella trender som understödjer en uthållig underliggande efterfrågan för SDS:s produkterbjudande. Högst BNP-tillväxt under år 2023 estimeras i tillväxt- och utvecklingsländer i Asien samt Afrika söder om Sahara, med en BNP-tillväxt om 5,3 % respektive 3,6 %, vilket är högre än den estimerade BNP-tillväxten för den globala ekonomin om 2,8 % år 2023.

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

Hur marknadstrenderna gynnar SDS:s verksamhet.



## BNP-tillväxt, 2023



Källa: UN World Population Prospect 2019, International Monetary Fund 2023

**5,4 MILJARDER**  
MÄNNISKOR ANVÄNDE  
MOBILTJÄNSTER  
UNDER 2022

**25 %**  
ANDEL AV MOBIL-  
ANVÄNDNINGEN I  
NORDEN UTGÖRS AV  
KONTANTKORT

43 % → **50 %**

ANDEL  
MOBILANVÄNDARE I  
AFRIKA SÖDER OM  
SAHARA  
2022-2030E

51 % → **88 %**

ANDEL  
SMARTPHONE-  
ANVÄNDARE I  
AFRIKA  
2022-2030E

### Hög andel kontantkort globalt gynnar SDS

I slutet av år 2022 använde 5,4 miljarder människor, ca 68 % av världens befolkning, mobiltjänster och fram till år 2030 estimeras ca 900 miljoner nya mobilanvändare tillkomma, främst genom ökningarna i Asien- och Stillhavsområdet, 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 %, var i Sydafrika, vilka anses som det mest utvecklade afrikanska landet, har en kontantkortspenetration om ca 88 %. I genomsnitt är graden av kontantkortsanvändning ca 85-90 % 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 delvis 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.

### Mer än 200 miljoner ytterligare mobilanvändare i Afrika söder om Sahara förväntas komma till år 2030





I Afrika söder om Sahara estimeras att cirka 43 % av möjliga konsumenter hade en mobiltelefon under år 2022, enligt GSMA (2023). Detta är en låg andel i jämförelse med andra delar av världen, där den globala marknadspenetrationen uppskattas till cirka 68 %. Framgent estimeras denna andel öka i Afrika, som ett resultat av bl.a. BNP-tillväxt, och under år 2030 estimeras 50 % av befolkningen i Afrika söder om Sahara ha en mobiltelefon, att jämföra med det globala genomsnittet om 73 %. Under perioden 2022-2030 estimeras antalet unika mobiltelefonkonsumenter i Afrika söder om Sahara öka med en CAGR om 4,4 %, från 489 miljoner till 692 miljoner människor.

### Högre andel smartphones förväntas driva datatrafik

Andelen smartphones är, precis som mobilpenetrationen, låg i Afrika. Under år 2022 var ca 51 % av alla mobiltelefonanslutningar i Afrika via smartphones, att jämföra med det globala snittet om 76 %. Denna andel förväntas öka framgent, drivet av teknologisk utveckling som möjliggör billigare smartphones och år 2030 väntas penetrationsgraden av smartphones i Afrika uppgå till 88 %. 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.

### Antalet mobiltelefonanvändare i Afrika förväntas öka till nära 700 miljoner människor under de kommande åren.

Antal mobilanvändare och mobiltelefonanvändare i andel av befolkningen, Afrika, 2022-2030E

Region	Unika mobilanvändare 		CAGR	Andel smartphone 	
	2022	2030E		2022	2030E
Globalt 	5,4b	6,3b	1,9 %	76%	92%
AFRIKA SÖDER OM SAHARA 	489m	692m	4,4 %	51%	88%
MENA-regionen				78%	90%

Källa: GSMA, 2023

### 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 (snabbrikliga konsumentvaror) penetreras genom Bolagets breda produktportfölj som digitaliserar och, med stöd av AI och Big Data, även optimerar försäljningen.

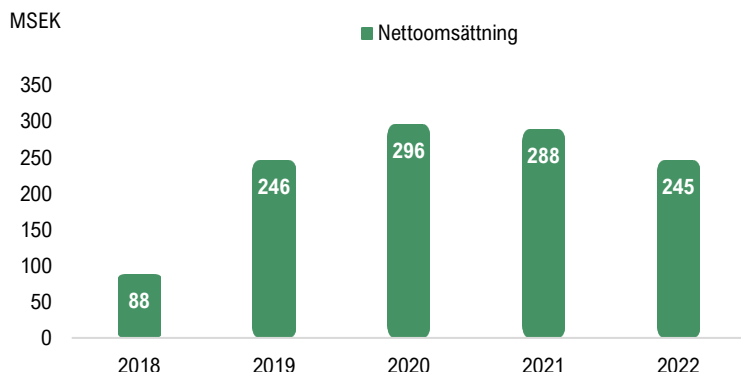
### Finansiell historik

SDS har senaste åren haft en god tillväxt, med en CAGR under perioden 2018-2022 om ca 29%, där förvärvet av SDD år 2018 har varit 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 med förvärvet av SDD, dels på personalnivå men även genom att utnyttja Bolagets egna innovativa programvara för digital distribution. I samband med förvärvet var SDD ett olönsamt bolag med sjunkande omsättning, men SDS, genom en lyckad integrering, fick SDD lönsamt med svagt ökande omsättning mellan åren 2019-2020. COVID-19 pandemin förändrade däremot köpbeteendet hos konsumenter avseende kontantkortsladdningar, vilket hämmade såväl omsättningen som EBITDA-resultatet under åren 2021-2022.

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 tilläggsorder. Ett exempel på detta är den tilläggsorder SDS erhöll från en mobiloperatör från Saudiarabien under Q1-21, som var en kund till eServGlobal, och visar att SDS:s förvävsstrategi i förlängningen leder till organisk tillväxt.

### SDS har visat sig vara framgångsrika i sin förvävsstrategi

Nettoomsättning, 2018-2022



Källa: SDS

### Förvärv



2018



2019

RIAKTR

2021

Förvärvet av SDD under H2-18 bidrog starkt till omsättningsökningen mellan 2018-2019 på koncernnivå, men försvagade marginalerna.

Förvärv av eServGlobal under H2-19. Bolaget var illa skött men SDS såg synergieffekter samt att Bolaget fick tillgång till en större kundbas.

Förvärv av Riaktr under H1-21. Bolaget är en global leverantör av BI och Big Data Analytics. Stor andel av intäkterna är återkommande och är av hög lönsamhet.

### EX. PÅ NYA KUNDER FRÅN RIAKTR

proximus



Olikt tidigare förvärv var det senaste förvärvet, Riaktr, av god finansiell profil med hög lönsamhet, och tillgodosåg SDS med dels en kompletterande teknik för Bolagets *Business Intelligence* ("BI"), dels breddade SDS:s kundbas ytterligare i Afrika men likväl i Europa och Sydamerika. Två i synnerhet viktiga kunder som tillföll SDS i och med förvärvet var franska telekombolaget Orange och den ledande belgiska telekomaktören Proximus, där Orange kan liknas med MTM (en av SDS:s viktigaste kunder), vilket stärker utsikterna för en fortsatt stark organisk tillväxt framgent i takt med att SDS lyckas migrera Orange samt tillkommande mobiloperatörer till Bolagets egna mjukvaruplattform och övriga produkterbjudande. Med förvärvet av Riaktr gavs SDS tillgång till tio nya marknader, och idag är Bolaget verksamma på ca 60 marknader.

### Ökad andel återkommande intäkter väntas minska fluktuationer i intjeningen framgent








SDS har en förhållandevis hög andel återkommande intäkter, ca 45-50 % av totala intäkter, men då resterande del av Bolagets omsättning är beroende av nya orders, alternativt tilläggsförsäljning, 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 har bidragit och väntas fortsätta bidra till en ökad andel återkommande intäkter framgent, då ~ 60 % av Riaktrs omsättning består av återkommande intäkter, vilket medför jämnare intäktsflöden. Bolaget har som målsättning att de återkommande intäkterna ska täcka de fasta kostnaderna, avseende SDS-verksamheten, vilket förväntas medföra en minskad osäkerhet gällande Bolagets kassaflöden över tid samtidigt som all ytterligare försäljning skulle bidra starkt till lönsamheten.



# Finansiell prognos: Fördjupning i kundbasen

MTN Group var en av de första telekomgrupper som SDS ingick samarbete med och Bolaget 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. Utöver 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 till långsiktig organisk tillväxt genom att gradvis penetrera fler marknader och mobiloperatörer inom gruppen, men även genom att successivt koppla på fler tjänster på kunderna från SDS:s breda produktportfölj, RVM-sviten. 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, vilken 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 en stor potential för SDS, vilket blir tydligt genom att studera tabellen nedan. Då respektive kund är förhållandevis ny är marknadspenetrationen låg, likväl 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 alljämt 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
<b>International Telco Group</b>	25 % (1 av 4)	36	20 %	Kenya
<b>Totalt</b>	<b>32 % (68 av 213)</b>	<b>+1 200</b>	<b>40 %</b>	<b>Pakistan, Algeriet, Kamerun, Kenya m.m.</b>

Källa: SDS, 2021

## Omsättningsprognos åren 2023-2025 - SDS

TEKNIK I  
FRAMKANT  
ÖKAR SDS:S  
RELEVANS PÅ  
MARKNADEN

Genom intern produktutveckling och förvärv har SDS kontinuerligt breddat såväl produktportföljen som kundbasen, samtidigt som det har ökat korsförsäljningsmöjligheterna väsentligt på befintliga kunder, men även drivit in nya kunder till Bolaget. Teknologiskiftet till Microservices har dessutom medfört en ökad relevans av SDS bland operatörerna, då det innebär att SDS:s mjukvaruplattform ligger i framkant och möjliggör *plug & play* inom hela produktportföljen, där produkterna kan fungera sömlöst tillsammans. Övergången till Microservices medför även ökad potential för SDS att skala upp intäkterna effektivare, b.l.a. genom att kunna lansera nya tjänster snabbare, reducera installationstiden hos kunder samt minska underhållskostnader. Sammantaget har SDS lagt en mer solid plattform att växa lönsamt utifrån framgent.

Förvärvet av Riaktr under år 2021 medförde ett stärkt erbjudande inom Big Data Analytics och Business Intelligence ("BI"), där SDS:s befintliga produktportfölj kompletterades med en *State Of The Art*-teknikplattform för avancerad analys av intäktsflöden, åtgärder för att öka försäljning samt optimering av telekomoperatörernas nätverk. Den fragmenterade telekombranschen medför hög press bland telekomoperatörerna att öka försäljningen, för att inte tappa marknadsandelar, vilket kan göras genom att bredda sortimentet av produkter och tjänster. Att därtill även erhålla teknik och insikter i hur försäljningen kan optimeras genom datadrivna och personliga rekommendationer, vilket SDS:s *BI*-tjänst medför, blir därför en affärskritisk del i mobiloperatörernas verksamhet då den genomsnittliga intäkten per användare tillåts öka samtidigt som kostnaderna kan hållas ned. Förvärvet av Riaktr är ett tydligt exempel på hur SDS har lyckats öka korsförsäljningen, men även attrahera nya kunder, vilket genombrottsordarna från Sudatel Group och Strategy& under Q3-22 är ett kvitto på. Förstnämnda ordern avsåg hela SDS:s RVM-svit inklusive avancerad analys, medan sistnämnda ordern avsåg enkom Big Data-analysprodukten Smart Capex, vilket är en produkt som Riaktr utvecklat.

Genom att Riaktr även ges tillgång till SDS:s omfattande datainsamling från de miljardvisa transaktioner som ERS-plattformen hanterar årligen, 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 försäljningen 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.

Med en bred portfölj av goda referenskunder, som exempelvis MTM, 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 intäktsströmmarna och ytterligare stärka Bolagets ställning som en affärskritisk leverantör, vilket dessutom är något som efterfrågats i allt större utsträckning av operatörerna då det sänker förvaltningskostnader och samtidigt förbättrar möjligheterna att skala försäljningen. Genom att framtida avtal med operatörer i ökad omfattning baseras på en SaaS-modell 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 till förbättrad lönsam tillväxt 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.

GENOM SAAS-  
MODELL  
VÄNTAS SDS  
ACCELERERA  
DEN LÖNSAMMA  
TILLVÄXTEN

Analyst Group anser att SDS:s initiativ att under år 2023 och framåt ompositionera Bolaget från kundspecifik utveckling till ett tydligare produktfokus, där även nyförsäljning i högre grad kommer att bestå av standardiserad av mjukvara, är rätt väg att gå för stärka upp kassaflödet, produktmarginaler samt öka den operationella effektiviteten. Däremot bedöms detta, tillsammans med att SDS ämnar åta färre större projekt för att minimera operationella risker, nedskärningar i personalstyrkan samt ett fortsatt osäkert omvärldsläge, resultera i en lägre nyförsäljning under såväl år 2023 som 2024-2025 än historiskt. Bolagets ompositionering möjliggör däremot en mer skalbar affärsmodell givet en ökad grad av standardisering samt en förbättrad effektivitet i framtida produktinstallationer, varför Analyst Group estimerar att försäljningstillväxten kan normaliseras under år 2024 och framåt, vilket även väntas understödjas med ett förbättrat omvärldsläge.

REVIDERAD  
AFFÄRSSTRATEGI  
ESTIMERAS  
MEDFÖRA EN  
INITIALT LÄGRE  
NYFÖRSÄLJNING

### Omsättningsprognos åren 2023-2025 - SDD

Coronapandemin påverkade SDD:s verksamhet precis som annan butiksförsäljning, och Analyst Group bedömer, givet omsättningens utveckling senaste kvartalen trots avskaffandet av restriktioner, att köpmönstret för påfyllning av kontantkort har påverkats till det negativa. Mellan åren 2020-2021 minskade nettoomsättningen med ca -18 % och under 2021-2022 minskade nettoomsättningen med ytterligare -11 %, vilket tydligt påvisar pandemins effekt på köpmönstret. För att växa omsättningen framgent är det viktigt för SDD att öka beläggningsgraden, förbättra erbjudandet av verksamhetens kommunikationsmodul samt öka antalet nya kunder. Analyst Group estimerar dock en fortsatt nedgång i nettoomsättningen under prognosperioden givet det nya köpmönstret samt att SDS tidigare under år 2023 initierade en strategisk översyn om en eventuell avyttring av SDD, vilket Analyst Group bedömer sänder en signal om att ett mindre operationellt fokus kommer att erläggas på SDD framgent, vilket i sin tur estimeras att hämma omsättningsutvecklingen. För år 2023 estimeras SDD:s nettoomsättning uppgå till ca 63 MSEK, motsvarande en minskning med ca -26 % Y-Y, vilket är en nedrevidering från tidigare estimat om 67 MSEK, till följd av den svagare än väntade utvecklingen under år 2023.

### Sammanfattning av omsättningsprognos åren 2023-2025

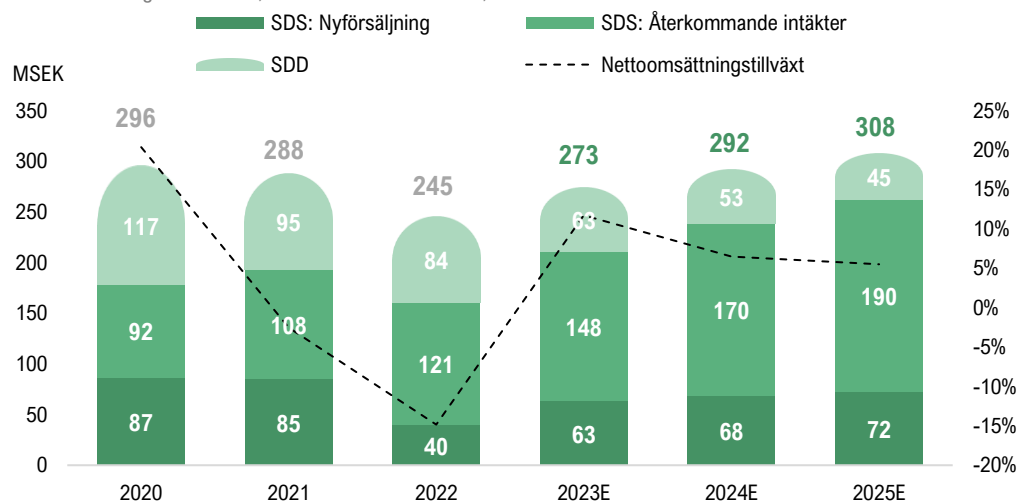
Bolagets nya affärsstrategi och kostnadsreduktionsprogram som initierades under Q1-23 har, tillsammans med ett fortsatt osäkert makroekonomiskt läge, medfört en lägre nyförsäljning under år 2023 jämfört med historiska nivåer. För år 2023 estimeras nyförsäljningen uppgå till 63 MSEK, vilket är ansevärt lägre än den historiska årliga nyförsäljningen som SDS uppvisat (ca 86 MSEK under åren 2020-2021), däremot estimerar Analyst Group att SDS kan stärka nyförsäljningen under åren 2024-2025 i takt med att Bolaget exekverar på den mer renodlade affärsmodellen och öka effektiviteten i åtagna projekt i högre utsträckning. Vidare estimeras tillväxten drivas av SDS:s stärkta produktportfölj, som även väntas förbättras ytterligare genom en mer effektiv produktutveckling, synergistisk merförsäljning, samt av penetrering av nya operatörer samt marknader. Medan SDD har uppvisat en lägre nettoomsättning hittills under år 2023 än tidigare estimerat har samtidigt de återkommande intäkterna utvecklas något starkare än estimerat, varför Analyst Group har valt att revidera upp estimaten med 5 MSEK till 148 MSEK för år 2023.

För koncernen innebär revideringarna i SDD, nyförsäljningen och de återkommande intäkterna en reviderad prognos för år 2023 där nettoomsättningen estimeras uppgå till 274,1 MSEK, ned från tidigare 284,7 MSEK, motsvarande en tillväxt om 12 %, primärt drivet av en backlog av ordrar men även av en stark utveckling i de återkommande intäkterna. För år 2024 estimeras nettoomsättningen uppgå till 292 MSEK, från tidigare 299 MSEK, motsvarande en tillväxt 6,5 %, där primärt de återkommande intäkterna estimeras bidra starkast till nettoomsättningens tillväxt, medan SDD förväntas hålla tillbaka koncernens tillväxt. Nedan ges en sammanställning av gjorda prognoser för SDS i ett Base scenario under perioden 2023-2025, där Analyst Group estimerar en CAGR om ca 7,9 %.

**292 MSEK**  
I NETTO-  
OMSÄTTNING FÖR  
2024E

### De återkommande intäkterna förväntas vara den viktigaste intäktsdrivare under prognosperioden.

Nettoomsättning för koncern, intäktsmix och tillväxttakt, 2020-2025E



Källa: Analyst Groups prognoser

### Kostnadsprognos åren 2023-2025

Försäljningen av ERS 360 medför kostnader för hårdvara, vilka benämns materialkostnader i Bolagets redovisning. Dessa kostnader är höga vid nya orders, då Bolaget måste leverera nödvändig teknologi vid installation. Med ett ökat fokus på standardiserad mjukvara, högmarginalprodukter för merförsäljning och återanvändning av vissa kundanpassade lösningar kan SDS däremot kapitalisera på Bolagets skalbara affärsmodell framöver, vilka håller bruttokostnaderna nere vid ökade volymer. Under år 2022 uppgick den justerade bruttomarginalen<sup>1</sup> till 60,5 %, men genom Bolagets nya affärsstrategi estimeras den justerade bruttomarginalen kunna stärkas väsentligt framgent, för att under år 2023 uppgå till 70 % och år 2024 till 70,8 %.

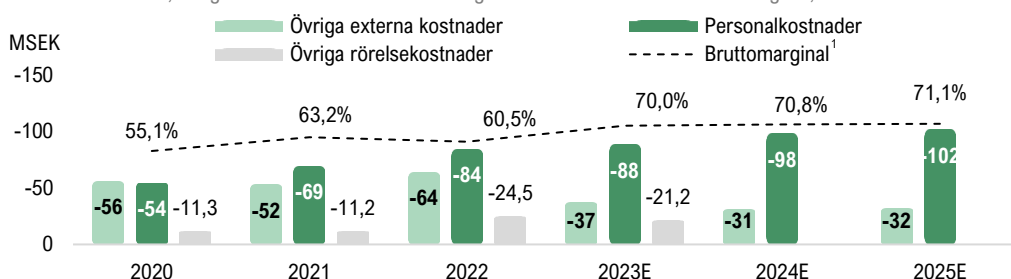
På koncernnivå utgör personalkostnader och övriga externa kostnader de två största kostnadsposterna. Kostnadsposterna har ökat kraftigt de senaste åren i takt med att SDS har genomfört förvärv, och genom dessa även växt som organisation. En stor andel av de övriga externa kostnaderna utgörs av konsultarvoden, och efter förvärvet av Riaktr under Q1-21, vilka har säte i Belgien, tillkom ytterligare personal, vilket har drivit upp personalkostnaderna såväl som de övriga externa kostnaderna. Genom att i viss utsträckning ersätta den dyrare personalstyrkan från Riaktr med SDS:s egna från Afrika och Mellanöstern, kan koncernen minska personalkostnaderna. Genom förvärvet av Riaktr, likväl av tidigare förvärv, har andelen fasta kostnader ökat, således har den operationella hävstången ökat för SDS. Det medför att försäljningsmässigt svagare kvartal, och vice versa, får en stor effekt på lönsamheten. Exempelvis uppgick EBITDA-marginalen under Q1-22 till 14,8 %<sup>1</sup> när nettoomsättningen uppgick till 63 MSEK, medan EBITDA-marginalen under Q3-22 till 25,3 %<sup>1</sup> när nettoomsättningen uppgick till 76,1 MSEK, samtidigt som bruttomarginalen var relativt jämn mellan kvartalen.

Under Q1-23 initierade SDS ett kostnadsbesparingsprogram vilken innebär, förutom att öka standardiseringen i mjukvaruförsäljningen och en generell effektivisering avseende FoU-utgifter, en potentiell uppsägning av 20-25 % av de anställda. Programmet ska generera årliga kostnadsbesparingar om över 45 MSEK. I spåren av pandemin och den ökade digitaliseringen globalt som blivit ett resultat av detta, har SDS haft väsentligt lägre resekostnader under åren 2020-2021, då fler kundmöten med diverse telekomoperatörer världen över kunnat 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. Under Q3-23 erbjöd SDS konsulter från Pakistan, vilka Bolaget tidigare har haft samarbete med, en fast anställning via SDS:s dotterbolag i Pakistan vilket estimeras att driva upp personalkostnaderna under prognosperioden, trots kostnadsbesparingsprogrammets effekter. Däremot innebär detta att Bolagets övriga externa kostnader kommer minska avsevärt, genom minskade konsultlöner. För perioden 2023-2025 estimerar Analyst Group att rörelsekostnaderna (exkl. COGS och övriga rörelsekostnader) kommer att minska med en CAGR om -2,6 %.

SDD bedriver en lågmarginalsaffär med omfattande kostnader för produktion och distribution, där materialkostnaderna som andel av omsättningen utgjorde cirka 95 % under år 2020, vilket resulterade i en bruttomarginal om ca 5 %, en förbättring från den bruttomarginal som SDD uppvisade år 2017, uppgående till 1,5 %. Bakom stärkningen av bruttomarginalen låg SDD:s arbete med att säga upp olönsamma avtal, och under 2020 kunde SDD uppvisa en förbättrad rörelsevinst trots en lägre omsättning. 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 sedan med förvärvet år 2018 har sagt upp fem av sex anställda, har personalkostnaderna minskat väsentligt. Däremot medförde COVID-19 ett förändrat köpbeteende avseende kontantkortsladdningar, vilket har bidragit till en minskad omsättning sedan år 2020 och med SDD:s tunna bruttomarginal föranledde den minskade omsättningen ett negativt EBITDA år 2022. Då Analyst Group estimerar en fortsatt negativ tillväxt för SDD under prognosperioden förväntas dotterbolagets marginaler pressas ytterligare framgent.

#### SDS estimeras reducera rörelsekostnaderna framgent givet initierat kostnadsbesparingsprogram.

Personalkostnader, övriga externa kostnader samt övriga rörelsekostnader och bruttomarginal, 2020-2025E



<sup>1</sup> Exklusive övriga rörelseintäkter.

<sup>2</sup> Utan avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

Källa: Analyst Group prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

### Hög operationell hävstång möjliggör starka marginaler när försäljningen tar fart

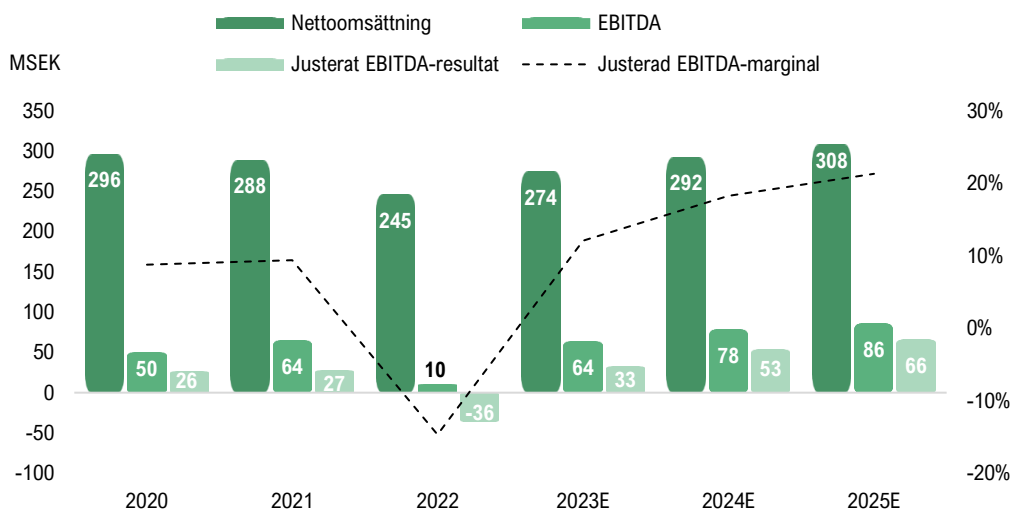
Med Riaktr tillkom flertalet synergieffekter, dels på intäkttssidan men även på kostnadssidan. På intäkttssidan då SDS exempelvis kan stärka sin befintliga teknik och produkterbjudande inom *Business Intelligence* (BI), samtidigt som SDS:s omfattande transaktionsplattform möjliggör för Riaktr att ytterligare vässa AI och Big Data-analysverktyget. På sådant vis får den 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 potentiellt kan reducera personalkostnaderna 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 förbättra produkterbjudandet, 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 tilläts 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.

Under år 2022 uppgick EBITDA-resultatet till ca 10 MSEK<sup>1</sup>, vilket motsvarade en väsentlig försämring jämfört med år 2021, då EBITDA-resultatet uppgick till 64 MSEK<sup>1</sup>. En vikande försäljning till följd av b.l.a. rådande omvärldsläge medförde förlängda investeringsbeslut hos telekomoperatörer och interna projekt-förseningar i takt med övergången avseende Bolagets teknologiarkitektur, i kombination med en ökad kostnadskostym som ett resultat av tidigare års genomförda förvärv, är förklarande faktorer till utfallet. Bolagets nya affärsstrategi, d.v.s. att nyförsäljning i en högre grad ska vara av standardiserad mjukvara, estimeras medföra dels högre produktmarginaler, dels en ökad operationell effektivitet, och därigenom underbygga en starkare EBITDA-marginal i takt med att försäljningen ökar framgent. För år 2023 estimeras ett justerat EBITDA-resultat om 33 MSEK<sup>2</sup>, motsvarande en justerad EBITDA-marginal 12,1 %, ned från tidigare estimat om 41,3 MSEK givet en lägre estimerad försäljning. För år 2024, då SDS väntas ha nått full effekt från kostnadsbesparingsprogrammet i kombination med en ökad försäljning, estimeras det justerade EBITDA-resultatet uppgå till 53,2 MSEK, motsvarande en justerad EBITDA-marginal om 18,2 %<sup>2</sup>.

#### EBITDA-marginalen väntas stärkas under prognosperioden.

Estimerad nettoomsättning, EBITDA samt EBITDA-marginal, 2020-2025E



<sup>1</sup> Utan avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

<sup>2</sup> Avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

Källa: Analyst Group prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

VID STÖRRE  
VOLYMER  
MÖJLIGGÖRS ÖKAD  
LÖNSAMHET

Värderingen av SDS görs på koncernnivå, vilket innebär att värderingen utgår 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 företag. Även om produkt och marknad skiljer sig något, finns likheter mellan företagen och SDS avseende produkterbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur.




Market Cap  
989  
MSEK

**Enea** är en svensk IT-leverantör som utvecklar och säljer programvara för digital kommunikation i olika nätverk. Deras produkter används av mobiloperatörer runt om i världen, och de erbjuder lösningar inom både 5G och Wi-Fi. Eneas tillväxt drivs i första hand av organiskt tillväxt inom området Nätverkslösningar, vilket kompletteras av förvärv och under de senaste fem åren har Enea framgångsrikt förvärvat och integrerat fyra större företag. Bolaget har kontor och försäljning i Europa, Nordamerika och Asien. Deras kunder inkluderar företag som Vodafone, Orange och T Mobile, och över tre miljarder människor använder deras teknik i vardagen.

Peers i siffror  
(senast rapporterat)

-3,9 %  
Omsättningstillväxt

25,9 %  
EBITDA-marginal




Market Cap  
66 914  
MSEK

**Ciena Corporation** 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. Bolaget har 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.

14,2 %  
Omsättningstillväxt

12,7 %  
EBITDA-marginal




Market Cap  
3 195  
MSEK

**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.

5,2 %  
Omsättningstillväxt

11,1 %  
EBITDA-marginal






Market Cap  
105 089  
MSEK

**Amdocs Ltd**, grundat år 1982, är ett multinationell teknikföretag med verksamhet i över 50 länder, vilka erbjuder mjukvara och tjänster till telekommunikations-, media- och teknikbranschen (TMT). Amdocs erbjuder en rad lösningar och tjänster, inklusive kundupplevelsesystem, fakturerings- och intäkts-hanteringslösningar, nätverkskontroll-, optimerings- och digitala lösningar. Bolagets produkter och tjänster syftar till att hjälpa TMT-företag att både hantera och monetisera sina kunder, nätverk och tjänster samtidigt som man förbättrar den totala kundupplevelsen.

7,0 %  
Omsättningstillväxt

18,9 %  
EBITDA-marginal

Market Cap  
17 116  
MSEK

**CSG Systems International, Inc.** tillhandahåller intäkts-optimering-, digitala monetarisering-, kundengagemang- och betallösningar främst till kommunikationsbranschen i Amerika, Europa, Mellanöstern, Afrika och Asien och Stillahavsområdet. Företaget erbjuder *Advanced Convergent Platform*, en privat SaaS-baserad plattform, samt relaterade lösningar såsom fältkrafts-automatisering, analys, elektronisk fakturapresentation, ACH med mera, till den nordamerikanska kabel- och satellitmarknaden. Företaget tillhandahåller även diftrentprenad och professionella tjänster för att implementera, konfigurera och underhålla sina lösningar. De licensierar även olika lösningar, såsom medling, partnerhantering, prissättning och debitering. CSG Systems International betjänar telekomsektorn, detaljhandel, finansiella tjänster, hälso- och sjukvård, försäkring och offentliga myndigheter.

7,8 %  
Omsättningstillväxt

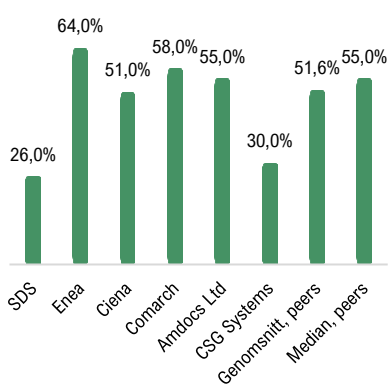
16,8 %  
EBITDA-marginal



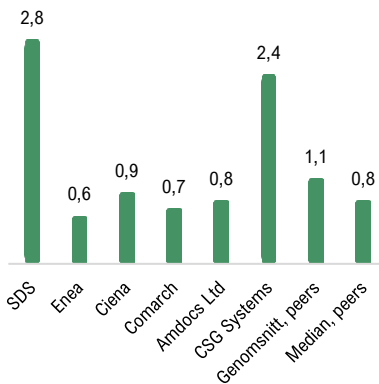
För att ge perspektiv på hur SDS står sig mot ovannämnda jämförelsebolag, redogörs samtliga bolagens tillväxt, lönsamhet, finansiella risk, kapitalbindning och multiplar i tabellen ovan.

12R	SDS	Enea	Ciena	Comarch	Amdocs	CSG Systems	Genomsnitt, peers	Median, peers
Nettoomsättningstillväxt 3 år	-4,8%	1,5%	6,2%	6,2%	4,9%	5,0%	4,8%	5,0%
Nettoomsättningstillväxt Y-Y	-11,7%	-3,9%	14,2%	5,2%	7,0%	7,8%	6,1%	7,0%
EBITDA-tillväxt 3 år	-23,8%	-5,8%	-4,6%	-7,1%	4,7%	4,2%	-1,7%	-4,6%
EBITDA-tillväxt Y-Y	-71,4%	-21,6%	26,2%	-26,2%	-18,1%	25,8%	-2,8%	-18,1%
Bruttomarginal	67,6%	80,2%	43,2%	24,0%	35,4%	48,2%	46,2%	43,2%
EBITDA-marginal	7,2%	25,9%	12,7%	11,1%	18,9%	16,8%	17,1%	16,8%
Soliditet	26,0%	64,0%	51,0%	58,0%	55,0%	30,0%	51,6%	55,0%
Nettoskuld/EBITDA	11,2	0,9	0,7	-1,3	0,1	1,7	0,4	0,7
Skuldsättningsgrad	2,8	0,6	0,9	0,7	0,8	2,4	1,1	0,8
Omsättningshastighet	0,6	0,3	0,7	0,8	0,7	0,9	0,7	0,7
Days Working Capital	109,9	150,9	245,6	110,5	52,7	94,1	130,8	110,5
EV/EBITDA	17,2	5,1	12,1	4,7	10,3	9,1	8,3	9,1
EV/S	1,2	1,2	1,5	0,5	2,0	1,5	1,3	1,5
P/S	0,5	1,1	1,4	0,7	1,9	1,2	1,3	1,2
Marknadsvärde (MSEK)	122	989	66 914	3 195	105 089	17 116	38 660	17 116

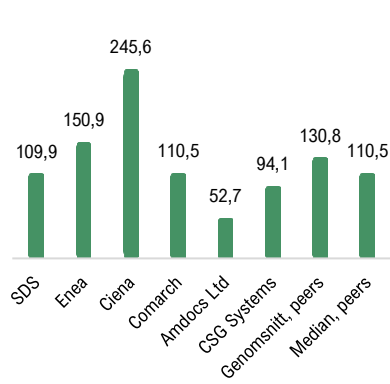
## Soliditet



## Skuldsättningsgrad



## Days Working Capital



Gemensamt för samtliga av jämförelsebolagen, tillika SDS, är att de är lönsamma på EBITDA-nivå 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 både genomsnittet och medianen, ett mindre bolag varför en värderingsrabatt är motiverad. Vidare är även SDS högre skuldsatt än jämförelsebolagen på aggregerad nivå samt har en lägre soliditet, vilket således är ett ytterligare argument för en rabatt i relation till jämförelsebolagen givet högre finansiell risk, i synnerhet under rådande klimat där räntorna har stigit snabbt under en relativt kort period. Rådande omvärldsläge har resulterat i försenade investeringsbeslut och allmänt tillbakahållna operatörer, vilket har hållit tillbaka SDS:s tillväxt, vilken är lägre än genomsnittet för jämförelsegruppen på rullande tolv månader. Däremot har SDS historiskt uppvisat en högre EBITDA-marginal än genomsnittet för peer-gruppen<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Utan avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

Company	Equity	Enterprise	Revenue						EBITDA					
	Value	Value	EV/Sales			EV/EBITDA			CAGR	CAGR	EBITDA-	EBITDA-	EBITDA-	EBITDA-
	(MSEK)	(MSEK)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023-2025E	2023-2025E	marginal	marginal	marginal	marginal
											2022A	2023E	2024E	2025E
Enea	989	1 351	1,4x	1,5x	1,4x	6,9x	5,4x	5,1x	2,4%	-3,3%	31,5%	20,8%	27,2%	26,5%
Ciena	66 914	73 045	1,5x	1,4x	1,3x	10,0x	8,6x	7,3x	10,8%	21,3%	13,8%	15,0%	16,4%	18,2%
Comarch	3 195	2 516	0,5x	0,5x	0,4x	4,8x	4,3x	4,0x	5,2%	-0,6%	13,0%	10,2%	10,9%	11,0%
Amdocs Ltd	105 089	113 299	2,1x	1,9x	1,8x	9,8x	9,2x	8,5x	6,7%	7,8%	20,9%	21,3%	21,2%	21,6%
CSG Systems International Inc	17 116	20 731	1,7x	1,6x	1,6x	7,7x	7,3x	6,8x	5,8%	6,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,7%
High	105 089	113 299	2,1x	1,9x	1,8x	10,0x	9,2x	8,5x	10,8%	21,3%	31,5%	22,3%	27,2%	26,5%
75th percentile	66 914	73 045	1,7x	1,6x	1,6x	9,8x	8,6x	7,3x	6,7%	7,8%	22,3%	21,3%	22,3%	22,7%
<b>Average</b>	<b>38 660</b>	<b>42 189</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,0x</b>	<b>6,3x</b>	<b>6,2%</b>	<b>6,3%</b>	<b>20,3%</b>	<b>17,9%</b>	<b>19,6%</b>	<b>20,0%</b>
<b>Median</b>	<b>17 116</b>	<b>20 731</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,5x</b>	<b>1,4x</b>	<b>7,7x</b>	<b>7,3x</b>	<b>6,8x</b>	<b>5,8%</b>	<b>6,3%</b>	<b>20,9%</b>	<b>20,8%</b>	<b>21,2%</b>	<b>21,6%</b>
25th percentile	3 195	2 516	1,4x	1,4x	1,3x	6,9x	5,4x	5,1x	5,2%	-0,6%	13,8%	15,0%	16,4%	18,2%
Low	989	1 351	0,5x	0,5x	0,4x	4,8x	4,3x	4,0x	2,4%	-3,3%	13,0%	10,2%	10,9%	11,0%
<b>SDS</b>	<b>122</b>	<b>316</b>	<b>1,2x</b>	<b>1,1x</b>	<b>1,0x</b>	<b>9,6x<sup>1</sup></b>	<b>5,9x<sup>1</sup></b>	<b>4,8x<sup>1</sup></b>	<b>7,9%<sup>1</sup></b>	<b>40,8%<sup>1</sup></b>	<b>-14,6%<sup>1</sup></b>	<b>12,1%<sup>1</sup></b>	<b>18,2%<sup>1</sup></b>	<b>21,3%<sup>1</sup></b>

För perioden 2023-2025 förväntas SDS uppvisa en årlig omsättningstillväxt om 7,9 %, vilket är högre än genomsnittet för jämförelsebolagen, men är primärt en effekt av 2022 års projektförändringar vilka medför en större procentuell återhämtning under år 2023. Vidare estimeras SDS växa det justerade EBITDA-resultatet med en CAGR om ca 41 % under åren 2024-2025<sup>2</sup>, vilket är väsentligt högre än jämförelsebolagen, och estimeras vara en effekt av initierade kostnadsbesparingsåtgärder samt ökad standardisering i mjukvara vid nyförsäljning.

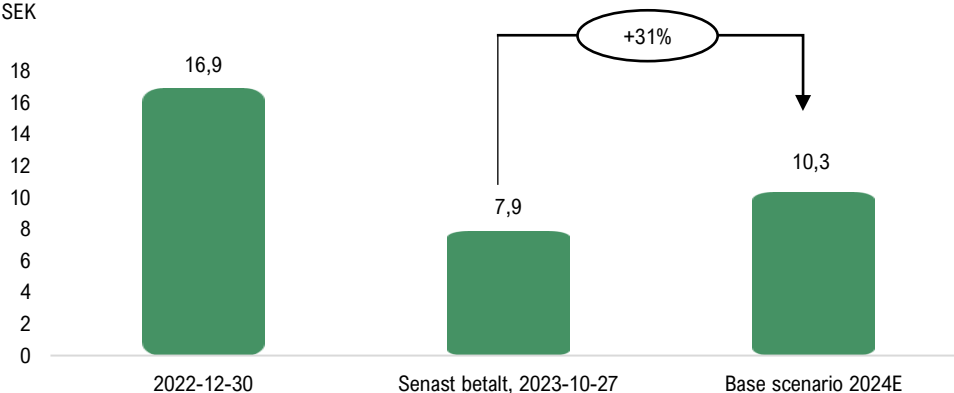
Jämförelsebolagen har, i genomsnitt, en väsentligt lägre finansiell risk, samtidigt som SDS har en lägre *Days Working Capital*-kvot, vilket innebär att det tar kortare tid för SDS att konvertera rörelsekapitalet till intäkter, med andra ord binder SDS upp rörelsekapitalet inom verksamheten under en kortare tid jämfört med peers. SDS:s estimeras därtill ha en justerad EBITDA-marginal som är lägre än genomsnittet år 2024, men sedan marginellt högre år 2025, vilket är en positiv datapunkt ur ett värderingsperspektiv. SDS handlas för närvarande till en forward EV/EBITDA-multipel om ca 5,9x på 2024 års estimat<sup>3</sup>, vilket är lägre än vad SDS har handlats till historiskt (~ 10x) samt jämförelsebolagen (7,0x genomsnitt och 7,3x median). Med hänsyn till ovan resonemang samt att SDS är verksamma på marknader som bedöms vara mer riskfyllda än jämförelsebolagen, vilka genererar merparten av intäkterna i Europa och Nordamerika, appliceras en forward EV/EBITDA-multipel om 6,1x på 2024 års estimerade justerade EBITDA-resultat om 53,2 MSEK. Givet applicerad multipel på 2024 års estimat motiveras ett Enterprise Value om 323 MSEK, vilket ger, efter avdrag av estimerad nettoskuld vid utgången av år 2024, ett värde per aktie om 10,3 kr i ett Base scenario.

**10,3 KR**  
PER AKTIE PÅ 2024  
ÅRS PROGNOSS  
(BASE)

**Analyst Group ser ett motiverat värde om 10,3 kr för SDS i ett Base Scenario, givet 2024 års estimerade EBITDA och en applicerad forward EV/EBITDA-multipel om 6,1x.**

Aktiekurs, Base scenario

SEK



Källa: Analyst Groups prognoser

<sup>1</sup> Avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

<sup>2</sup> Utgår från år 2023 till år 2025 då SDS redovisade negativt justerat EBITDA år 2022.

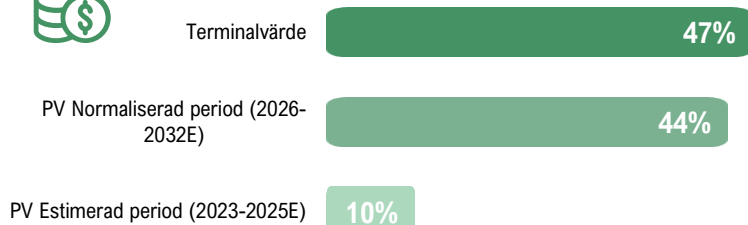
<sup>3</sup> Givet nuvarande kapitalstruktur.

## Diskonterad kassaflödesanalys (DCF)

Vi kompletterar upprättad relativvärdering med en diskonterad kassaflödesanalys för att ge ytterligare perspektiv på värderingen. Vår DCF utgörs av en explicit prognosperiod fram till år 2025, en normaliserad period mellan åren 2026-2032<sup>1</sup> samt en terminalperiod. Under den explicita prognosperioden estimeras SDS uppvisa en organisk CAGR i nettoomsättningen om 7,9 %, Vidare estimeras Bolaget expandera den justerade EBITDA-marginalen<sup>2</sup> från 12,1 % år 2023 till 21,3 % under år 2025. Under normaliseringsperioden estimeras SDS uppvisa en CAGR i nettoomsättningen om ca 4 % och under terminalperioden har vi applicerat en tillväxttakt om 2 %. Den justerade EBITDA-marginalen estimeras uppgå till 25,2 % under år 2028, för att därefter kontrahera något och under terminalperioden uppgå till 25 %, till följd av en viss prispress från konkurrenter.

CAPEX-investeringarna i procent av nettoomsättningen estimeras falla under prognosperioden, från ca 12 % år 2023 till 5,4 % i terminalperioden, vilket är väsentligt lägre än det historiska genomsnittet under åren 2019-2022 om ca 15 % men förklaras av Bolagets fokus på att effektivisera FoU-utgifterna och erbjuda en högre grad av standardisering. Följaktligen estimeras avskrivningarna i procent av omsättningen att minska under prognosperioden. Vidare estimeras rörelsekapitalbehovet följa det historiska mönstret om ca 22-24 % av omsättningen under prognosperioden. Vi har diskonterat de framtida fria kassaflödena med en WACC om 13,4 %, vilket ger ett DCF-värde om 10,1 kr per aktie.

## Cash Flow Distribution



## Känslighetsanalys

För att illustrera hur känslig vår potentiella målkurs för SDS är av förändringar i underliggande variabler har vi valt att konstruera en känslighetsanalys avseende DCF-analysen. I känslighetsanalysen har vi valt att fokusera på vad effekten blir vid en mindre justering i residualen vad gäller terminal-tillväxten och EBITDA-marginalen samt applicerad WACC. Om applicerad tillväxttakt i residualen istället uppgår till 3 % alternativt 1 %, hade motiverad målkurs på SDS motsvarat 11,0 kr respektive 9,3 per aktie, allt annat lika. Justeringar i EBITDA-marginalen påverkar aktiekursen i större utsträckning, där exempelvis en långsiktig EBITDA-marginal om 27 % alternativt 23 % motiverar en aktiekurs om 11,2 kr respektive 9,0 kr, allt annat lika.

DCF Input	
Nettoomsättning, CAGR 2023-2025E	7,9%
Nettoomsättning, CAGR 2025-2028E	4,2%
Nettoomsättning, CAGR 2028-2032E	3,5%
EBITDA, CAGR 2023-2025E	40,8%
EBITDA, CAGR 2025-2028E	10,3%
EBITDA-tillväxt 2028-2032E	3,0%
Rörelsekapital (% av Nettoomsättning, 2028-2032E)	24,4%
Capex (% av nettoomsättning, 2028-2032E)	5,9%
D&A (% av nettoomsättningen, 2028-2032E)	5,9%
Skattesats	24,0%
Terminal Value Assumptions	
Terminaltillväxt	2,0%
Långsiktig EBITDA-marginal (adj)	25,0%
Rörelsekapital (i % av nettoomsättning)	24,4%
D&A (i % av nettoomsättning)	5,4%
CAPEX (i % av nettoomsättning)	5,4%
Skattesats	24,0%
WACC Assumptions	
Riskfri ränta	2,5%
Marknadsriskpremie	5,6%
Levered Beta	0,8
Small-Cap Risk Premium	3,8%
Company Specifik Risk Premium	10,5%
Cost of Equity	21,2%
Target Debt/(Debt+Equity)	62,7%
<b>WACC</b>	<b>13,4%</b>
Valuation Summary (MSEK)	
PV Estimerad period (2023-2025E)	33,8
PV Normaliserad period (2026-2032E)	153,6
Terminalvärde	163,0
<i>Terminalvärde i % av Enterprise Value</i>	<i>46,5%</i>
Total Enterprise Value	<b>350,3</b>
Nettoskuld, Q3-23	194,0
Total Equity Value	156,2
Antal aktier (i miljontal)	15,5
<b>Equity Value Per Share</b>	<b>10,1</b>

Nedan illustreras vilken effekt mindre justeringar i terminaltillväxt, WACC och antagen EBITDA-marginal i residualperioden får på SDS aktiekurs.

## Känslighetsanalys SDS

		Terminaltillväxt				
		0,0%	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
WACC	11,4%	13,3	14,5	15,8	17,5	19,6
	12,4%	10,8	11,6	12,7	13,9	15,5
	13,4%	8,6	9,3	10,1	11,0	12,2
	14,4%	6,8	7,3	8,0	8,7	9,5
	15,4%	5,2	5,7	6,1	6,7	7,4

		EBITDA-marginal <sup>2</sup> (terminalperioden)				
		21,0%	23,0%	25,0%	27,0%	29,0%
WACC	11,4%	12,6	14,2	15,8	17,4	19,0
	12,4%	10,0	11,4	12,7	14,0	15,3
	13,4%	7,9	9,0	10,1	11,2	12,3
	14,4%	6,1	7,0	8,0	8,9	9,8
	15,4%	4,5	5,3	6,1	7,0	7,8

<sup>1</sup> Bestående av två perioder, 2026-2028E samt 2029-2033E.

<sup>2</sup> Avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

# 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 telekomoperatörerna, 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 Big Data Analytics och Business Intelligence, men även supporttjänster överlag 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 inom merförsäljning än vad som estimeras i ett Base scenario. I ett Bull scenario lyckas SDS sälja fler tilläggs-tjänster till de kunder som Bolaget vunnit under åren 2020-2022 samt de kunder som tillfallit i samband med förvärvet av Riaktr än vad som väntas i ett Base scenario, vilket en stärkt 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 Bolagets mjukvaruplattform 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 forward EV/EBITDA-multipel om 6,8x på 2024 års estimerade justerade EBITDA-resultat om 59,8 MSEK, i ett värde per aktie om 16,2 SEK i ett Bull scenario på 2024 års prognos.

## Bear scenario

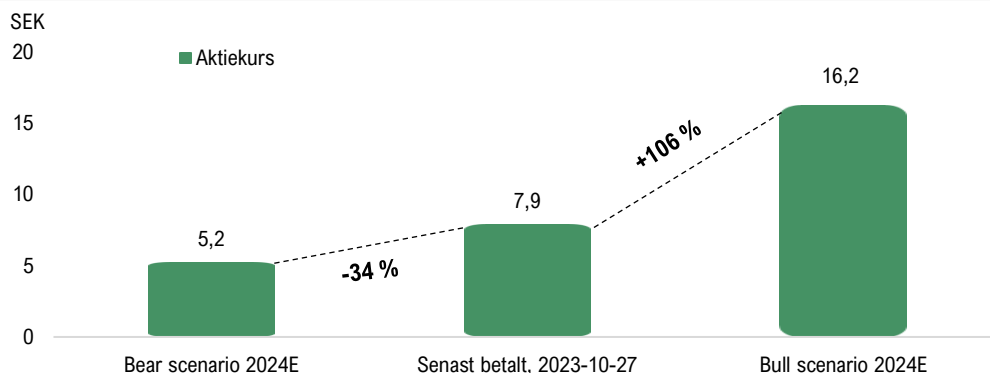
SDS är än idag beroende av engångsintäkter, i form av orders från nya kunder, där ca 45-50 % av intäkterna är återkommande per dags dato. I ett Bear scenario väntas SDS möta svårigheter att vinna nya orders under prognosperioden i den volym som uppvisats under åren 2020-2022 där en sämre konjunktur hämmar ny kundtillförsel och/eller försenar investeringsbeslut. Samarbetet med Vodafone Oman estimeras inte möta någon större 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 operatörgruppen blir långdragen samtidigt som merförsäljning utifrån befintlig produktportfölj blir än desto mer svårsålt. Mobiloperatörernas försiktiga investeringsvilja i spåren av pandemin har varit tydlig under åren 2021-2022 och bedöms i ett Bear scenario att hålla i sig under år 2024, vilket i kombination med ökad geopolitisk oro försvårar SDS införsäljningsarbete och merförsäljning till nya såväl som befintliga kunder. SDD-vertikalen har i synnerhet påverkats av pandemin, vilken har påverkat köpmönstret inom handeln där färre påfyllningar av kontantkort är ett resultat av det. Köpmönstret estimeras i ett Bear scenario bestå även framgent vilket hämmar SDD:s, tillika koncernens tillväxt. Under åren 2024-2025 väntas SDS i ett Bear scenario växa ca 2 % årligen, vilket är något under Afrikas BNP och ökningen av andelen mobiltelefonanvändare inom kontinenten, vilket innebär att SDS estimeras successivt tappa marknadsandelar år för år.

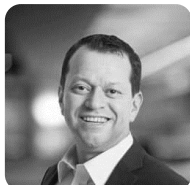
SDS ämnar expandera till andra geografisk regioner, dels i Asien och Sydamerika, men även stärka sitt fotfäste ytterligare i Afrika och Europa. Expansionen till andra marknader estimeras inte bli lika lyckosam som i ett Base scenario, där Bolaget förväntas ha svårigheter att vinna nya kunder som är villiga att byta ut sina befintliga system. Detta förväntas medföra ökade kostnader, i termer av ökade försäljnings- och marknadsinsatser, vilket mynnar ut i att marginaler hålls tillbaka. Sammanlagt resulterar ovan gjorda antaganden, givet en forward EV/EBITDA-multipel om 6x på 2024 års estimerade justerade EBITDA-resultat om 43,2 MSEK, i ett värde per aktie om 5,2 SEK i ett Bear scenario på 2024 års prognos.

**16,2 KR**  
PER AKTIE PÅ  
2024 ÅRS  
PROGNOS  
(BULL)

**5,2 KR**  
PER AKTIE PÅ  
2024 ÅRS  
PROGNOS  
(BEAR)

**Bull och Bear  
scenario  
2024 års  
prognoser**





### Eddy Cojulun - CEO

Eddy är en internationell företagsledare med över 25 års erfarenhet av olika globala roller på C Level. Eddy var vice VD och delägare i ICON Americas, ett Telco Software Development-företag som förvärvades av Ericsson 2015. Han var Chief Sales Officer på Envirotainer AB, som EQT Group förvärvade 2022. Han har en examen i Data, Ekonomi och Kommunikation från AMU Gruppen i Sverige. Eddy Cojulun har vidare lång erfarenhet av att leda företag till tillväxt, ta sig in på nya marknader och skapa nya möjligheter. Han har styrelseuppdrag i Melodies Solutions International AB, och har varit privat investerare sedan 2010 där han sedan han flyttade till Sverige 2017 investerat främst i svenska företag. Eddy tillträdde som ny VD för SDS-koncernen den 1 juni 2023.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 394 162 st (3,1 %)**



### 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): 112 748 st (0,9 %)**



### Sandipan Mukherjee – COO

Sandipan har en bakgrund inom mjukvaruutveckling och tjänstleveranser i olika roller hos bland annat IBM och Roamware. Sandipan var därtill tidigare chef för produktverksamheten på Qliro AB. Sandipan har varit aktiv inom Seamless-koncernen 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): 19 147 st (0,2 %) och 26 250 teckningsoptioner**



### Johan Harrysson – CCO

Johan har bred erfarenhet av att utveckla mjukvarubolag specialiserade inom molntjänster. Tidigare har Johan haft ledande befattningar i SaaS-företag under större delen av sin karriär och innan han kom till SDS har Johan varit CCO på Safespring, VD för Palette Software AB och VD på Infobric AB. Johan tillträdde rollen som CCO på SDS under år 2022.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 11 764 st (0,09 %) och 0 teckningsoptioner**



### Oliver Moisse – Produktchef

Olivier har över 10 års erfarenhet av den digitala telekombranschen. Olivier arbetar idag på Riaktr som SDS förvärvade i maj 2021. Där har han bland annat arbetat som ansvarig för Riaktrs produkt Smart Capex samt att efter förvärvet leda företaget till att bli SDS exportbolag inom artificiell intelligens, maskininlärning samt realtids rapportering.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 25 750 st (0,2 %) och 0 teckningsoptioner**



### 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 (TSSSTT). Martin är utbildad civilingenjör från KTH, samt Civilekonom från Handelshögskolan i Stockholm.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 516 386 st (4,0 %)**



### Tomas Klevbo - Styrelseledamot

Tomas har en kandidatexamen i nationalekonomi från Stockholms universitet, och har för närvarande styrelseuppdrag i My Telescope AB, KWW Invest och Klevco AB. Tomas Klevbo ingick i styrelsen när bolaget noterades på First North Premium 2017, och satt kvar i styrelsen fram till 2021. Från 1989 fram till 2016 har Tomas haft olika ledande befattningar inom finansbranschen och arbetat med finansiell analys och corporate finance, men främst med kapitalförvaltning i företag som exempelvis som SEB, AMRO och Inter IKEA. Sedan han lämnade finansbranschen som anställd har Tomas Klevbo arbetat som styrelseledamot, konsult och investor genom sitt eget bolag Klevco AB.

**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 335 689 st (2,6 %)**



### Mats Andersson - Styrelseledamot

Mats är för närvarande VD och delägare i Processpumpar AB samt VD i ELVA Processautomation AB och EMENDO AB. Mats Andersson är gymnasieingenjör med managementutbildning från IFL samt marknadsekonomi. Mats stora erfarenhet och expertis inom marknad, affärs- och entreprenörskap därtill förmågan att skapa effektiviseringar och värde för de företag han har arbetat med kommer att stärka bolagets styrelse samt utveckla samarbeten och affärsmöjligheter för bolaget.

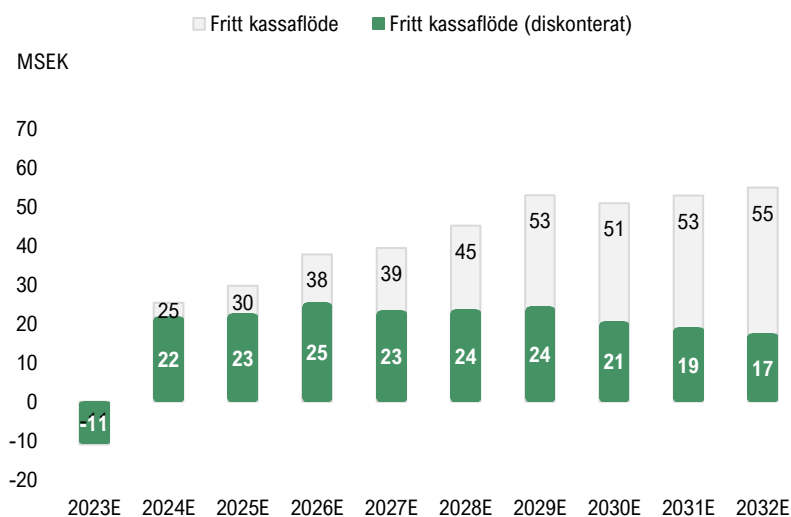
**Aktieinnehav (andel av Bolaget): 596 386st (4,7 %)**



Base scenario MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	245,6	295,6	288,2	245,4	274,1	291,9	308,0
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	28,1	8,8	15,3	33,8	18,2	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>273,7</b>	<b>304,4</b>	<b>303,4</b>	<b>279,2</b>	<b>292,4</b>	<b>291,9</b>	<b>308,0</b>
Handelsvaror	-131,7	-132,7	-106,1	-96,8	-82,2	-85,2	-89,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>141,9</b>	<b>171,7</b>	<b>197,4</b>	<b>182,4</b>	<b>210,1</b>	<b>206,7</b>	<b>219,0</b>
Bruttomarginal	51,9%	56,4%	65,0%	65,3%	71,9%	70,8%	71,1%
Justerad bruttomarginal <sup>1</sup>	46,4%	55,1%	63,2%	60,5%	70,0%	70,8%	71,1%
Övriga externa kostnader	-41,9	-56,0	-52,5	-63,7	-37,1	-30,7	-31,6
Personalkostnader	-34,7	-54,3	-69,3	-84,4	-88,2	-97,8	-101,6
Övriga rörelsekostnader	-41,2	-11,3	-11,2	-24,5	-21,2	0,0	0,0
<b>EBITDA<sup>2</sup></b>	<b>24,2</b>	<b>50,1</b>	<b>64,3</b>	<b>9,8</b>	<b>63,5</b>	<b>78,2</b>	<b>85,8</b>
EBITDA-marginal <sup>2</sup>	9,8%	17,0%	22,3%	4,0%	23,2%	26,8%	27,9%
<b>Justerat EBITDA-resultat<sup>3</sup></b>	<b>-1,2</b>	<b>25,9</b>	<b>27,0</b>	<b>-35,9</b>	<b>33,0</b>	<b>53,2</b>	<b>65,5</b>
Justerat EBITDA-marginal <sup>3</sup>	-0,5%	8,7%	9,4%	-14,6%	12,1%	18,2%	21,3%
Av- och nedskrivningar	-9,7	-28,7	-36,9	-58,4	-41,6	-39,3	-37,9
<b>EBIT</b>	<b>14,4</b>	<b>21,5</b>	<b>27,4</b>	<b>-48,6</b>	<b>21,9</b>	<b>39,0</b>	<b>47,9</b>
EBIT-marginal	5,9%	7,3%	9,5%	-19,8%	8,0%	13,3%	15,5%

DCF - Base scenario (MSEK)	Explicit prognosperiod			Normaliserad prognosperiod							Terminal
	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	Value
<b>NOPAT</b>	<b>-7</b>	<b>11</b>	<b>21</b>	<b>31</b>	<b>41</b>	<b>49</b>	<b>52</b>	<b>54</b>	<b>56</b>	<b>58</b>	<b>61</b>
+ D&A	42	39	38	33	26	23	23	22	22	22	22
- CAPEX	34	28	22	22	22	22	22	22	22	22	22
Ökning (-) / Minskning (+) i rörelsekapitalet	-12	3	-7	-4	-5	-5	0	-3	-3	-3	-2
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>-11</b>	<b>25</b>	<b>30</b>	<b>38</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>53</b>	<b>55</b>	<b>59</b>
<b>Fritt kassaflöde (diskonterat)</b>	<b>-11</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>19</b>	<b>17</b>	<b>163</b>

DCF - Base scenario (MSEK)	
WACC	13,4%
Nuvärde fria kassaflöden	187,3
Terminalvärde	163,0
<b>Enterprise Value</b>	<b>350,3</b>
Nettoskuld	194,0
<b>Equity Value</b>	<b>156,2</b>
Antal aktier ( i miljontal)	15,5
<b>Värde per aktie (SEK)</b>	<b>10,1</b>



<sup>1</sup> Exklusive övriga rörelseintäkter.

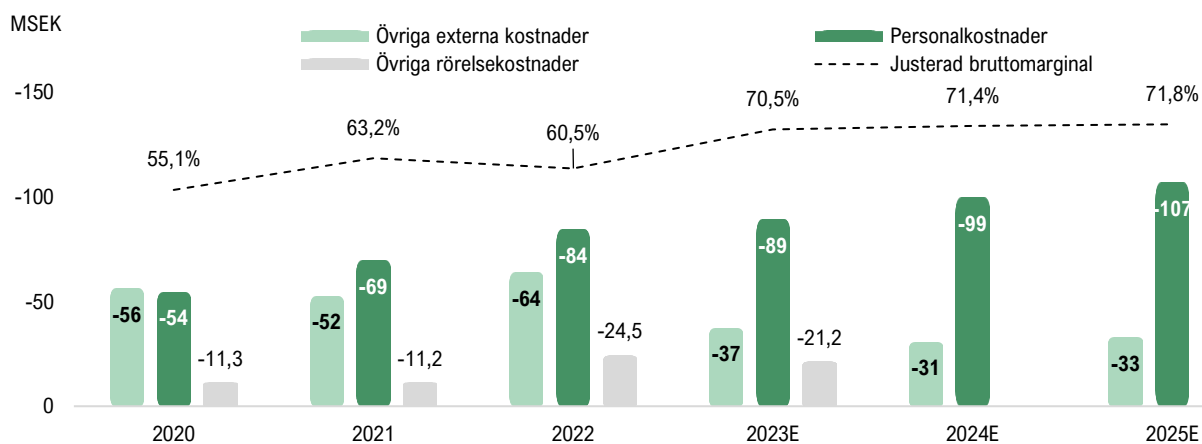
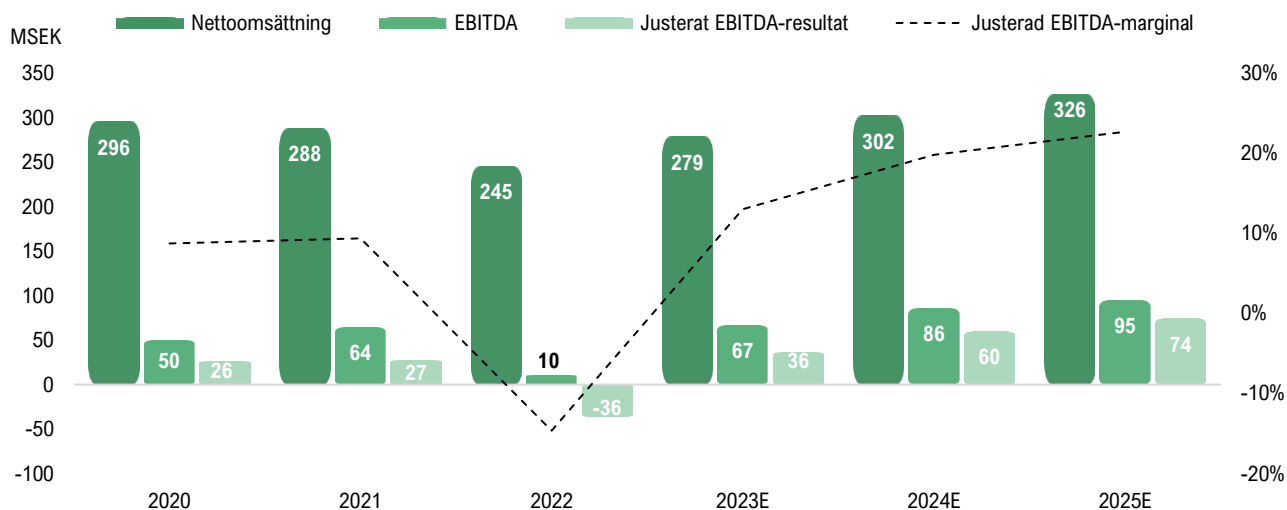
<sup>2</sup> Utan avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

<sup>3</sup> Avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

Base scenario MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>Tillgångar</b>							
Balanserade utgifter för utveckling	65	67	102	105	103	95	84
IP-rättigheter	18	15	12	10	7	4	2
Goodwill	0	0	98	107	107	107	107
<b>Summa immateriella tillgångar</b>	<b>83</b>	<b>82</b>	<b>212</b>	<b>222</b>	<b>217</b>	<b>207</b>	<b>192</b>
Materiella anläggningstillgångar	3	4	5	5	0	0	0
Nyttjanderättstillgångar	12	11	10	7	0	0	0
<b>Summa materiella anläggningstillgångar</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>8</b>	<b>7</b>
Finansiella anläggningstillgångar	1	1	1	1	1	1	1
<b>Summa anläggningstillgångar</b>	<b>99</b>	<b>98</b>	<b>229</b>	<b>235</b>	<b>227</b>	<b>216</b>	<b>200</b>
Lager	3	2	2	2	1	1	1
Kundfordringar	46	36	59	64	60	62	63
Övriga rörelsefordringar och förutbetalda kostnader & upplupna intäkter	46	57	65	44	60	60	60
Skattefordringar	0	15	27	35	44	35	35
<b>Summa kortfristiga fordringar + lager</b>	<b>94</b>	<b>110</b>	<b>152</b>	<b>145</b>	<b>166</b>	<b>158</b>	<b>160</b>
Kassa	15	12	17	7	20	32	48
<b>Summa omsättningstillgångar</b>	<b>109</b>	<b>122</b>	<b>169</b>	<b>153</b>	<b>186</b>	<b>190</b>	<b>208</b>
<b>Total tillgångar</b>	<b>208</b>	<b>220</b>	<b>398</b>	<b>388</b>	<b>413</b>	<b>406</b>	<b>408</b>
<b>Eget kapital &amp; skulder</b>							
Aktiekapital	1	1	1	1	1	1	1
Reserver	-4	-7	-11	-1	-1	-1	-1
Övrigt tillskjutet kapital	23	67	111	131	169	169	169
<b>Summa bundet eget kapital</b>	<b>20</b>	<b>61</b>	<b>102</b>	<b>131</b>	<b>169</b>	<b>169</b>	<b>169</b>
Balanserat resultat	8	21	27	-49	-57	-50	-33
<b>Summa fritt eget kapital</b>	<b>8</b>	<b>21</b>	<b>27</b>	<b>-49</b>	<b>-57</b>	<b>-50</b>	<b>-33</b>
<b>Summa eget kapital</b>	<b>28</b>	<b>82</b>	<b>129</b>	<b>82</b>	<b>111</b>	<b>119</b>	<b>136</b>
<b>Skulder</b>							
Räntebärande skulder (kort- och långfristiga)	89	86	206	216	206	196	186
<b>Summa räntebärande skulder (kort- och långfristiga)</b>	<b>89</b>	<b>86</b>	<b>206</b>	<b>216</b>	<b>206</b>	<b>196</b>	<b>186</b>
Kortfristiga skulder (ej räntebärande)							
Avsättning & skatteskulder	14	2	1	0	1	1	1
Leverantörsskulder	26	21	23	40	33	33	33
Övriga kortfristiga skulder	51	28	39	49	65	60	55
<b>Summa kortfristiga skulder</b>	<b>91</b>	<b>52</b>	<b>63</b>	<b>90</b>	<b>96</b>	<b>91</b>	<b>86</b>
<b>Totala skulder</b>	<b>180</b>	<b>138</b>	<b>269</b>	<b>306</b>	<b>302</b>	<b>287</b>	<b>272</b>
<b>Summa eget kapital &amp; skulder</b>	<b>208</b>	<b>220</b>	<b>398</b>	<b>388</b>	<b>413</b>	<b>406</b>	<b>408</b>
<b>Base scenario, Nyckeltal</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>Tillväxt</b>							
Återkommande intäkter	-	-	17,4%	12,4%	22,0%	15,0%	12,0%
Ny försäljning	-	-	-1,5%	-53,3%	59,1%	8,0%	5,4%
SDD	-	-	-18,9%	-11,3%	-25,5%	-15,0%	-15,0%
Koncern	179,9%	20,4%	-2,5%	-14,8%	11,7%	6,5%	5,5%
EBITDA-resultat	122,2%	107,4%	28,3%	-84,8%	548,3%	23,1%	9,6%
Justerat EBITDA-resultat	-	n.a.	4,5%	-232,9%	n.a.	61,1%	23,1%
<b>Lönsamhet</b>							
Bruttomarginal	51,9%	56,4%	65,0%	65,3%	71,9%	70,8%	71,1%
EBITDA-marginal	9,8%	17,0%	22,3%	4,0%	23,2%	26,8%	27,9%
Justerad EBITDA-marginal	-0,5%	8,7%	9,4%	-14,6%	12,1%	18,2%	21,3%
EBIT-marginal	5,9%	7,3%	9,5%	-19,8%	8,0%	13,3%	15,5%
Nettomarginal	2,9%	4,1%	2,0%	-27,0%	-3,0%	2,6%	5,5%
FCF-marginal	-13,3%	-15,1%	-49,9%	-14,7%	-4,0%	8,7%	9,6%
<b>Finansiell ställning</b>							
(+) Nettoskuld / (-) Nettokassa	74	75	190	208	186	163	138
Debt to Equity (Book Value)	3,2	1,1	1,6	2,6	1,8	1,6	1,4
Debt to Assets	0,4	0,4	0,5	0,6	0,5	0,5	0,5
Skuldsättningsgrad	6,5	1,7	2,1	3,7	2,7	2,4	2,0
Soliditet	13,3%	37,2%	32,3%	21,2%	27,0%	29,3%	33,4%
<b>Kapitalbindning</b>							
Rörelsekapital	18	70	106	63	90	99	122
Rörelsekapital (exkl kassa)	3	58	89	55	70	67	74
Omsättningshastighet	1,18	1,34	0,72	0,63	0,66	0,72	0,75

## Appendix

Bull scenario MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	245,6	295,6	288,2	245,4	278,5	302,2	326,4
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	28,1	8,8	15,3	33,8	18,2	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>273,7</b>	<b>304,4</b>	<b>303,4</b>	<b>279,2</b>	<b>296,8</b>	<b>302,2</b>	<b>326,4</b>
Handelsvaror	-131,7	-132,7	-106,1	-96,8	-82,2	-86,4	-92,0
<b>Bruttoresultat</b>	<b>141,9</b>	<b>171,7</b>	<b>197,4</b>	<b>182,4</b>	<b>214,6</b>	<b>215,8</b>	<b>234,4</b>
Bruttomarginal	51,9%	56,4%	65,0%	65,3%	72,3%	71,4%	71,8%
Justerad bruttomarginal <sup>1</sup>	46,4%	55,1%	63,2%	60,5%	70,5%	71,4%	71,8%
Övriga externa kostnader	-41,9	-56,0	-52,5	-63,7	-37,3	-30,5	-32,6
Personalkostnader	-34,7	-54,3	-69,3	-84,4	-89,1	-99,4	-106,7
Övriga rörelsekostnader	-41,2	-11,3	-11,2	-24,5	-21,2	0,0	0,0
<b>EBITDA<sup>2</sup></b>	<b>24,2</b>	<b>50,1</b>	<b>64,3</b>	<b>9,8</b>	<b>67,0</b>	<b>85,8</b>	<b>95,0</b>
EBITDA-marginal <sup>2</sup>	9,8%	17,0%	22,3%	4,0%	24,1%	28,4%	29,1%
<b>Justerat EBITDA-resultat<sup>3</sup></b>	<b>-1,2</b>	<b>25,9</b>	<b>27,0</b>	<b>-35,9</b>	<b>36,3</b>	<b>59,8</b>	<b>74,0</b>
Justerad EBITDA-marginal <sup>3</sup>	-0,5%	8,7%	9,4%	-14,6%	13,0%	19,8%	22,7%
Av- och nedskrivningar	-9,7	-28,7	-36,9	-58,4	-41,7	-39,7	-38,6
<b>EBIT</b>	<b>14,4</b>	<b>21,5</b>	<b>27,4</b>	<b>-48,6</b>	<b>25,3</b>	<b>46,1</b>	<b>56,3</b>
EBIT-marginal	5,9%	7,3%	9,5%	-19,8%	9,1%	15,3%	17,3%



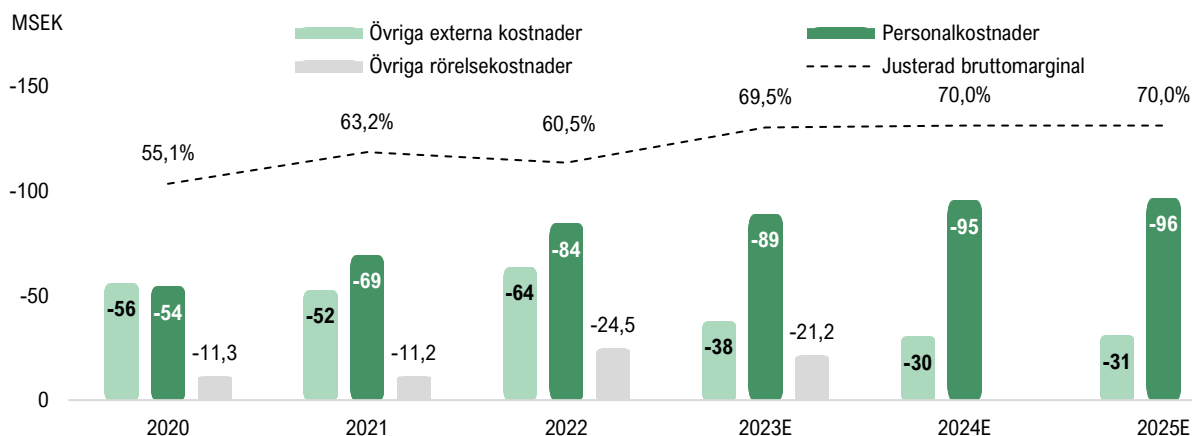
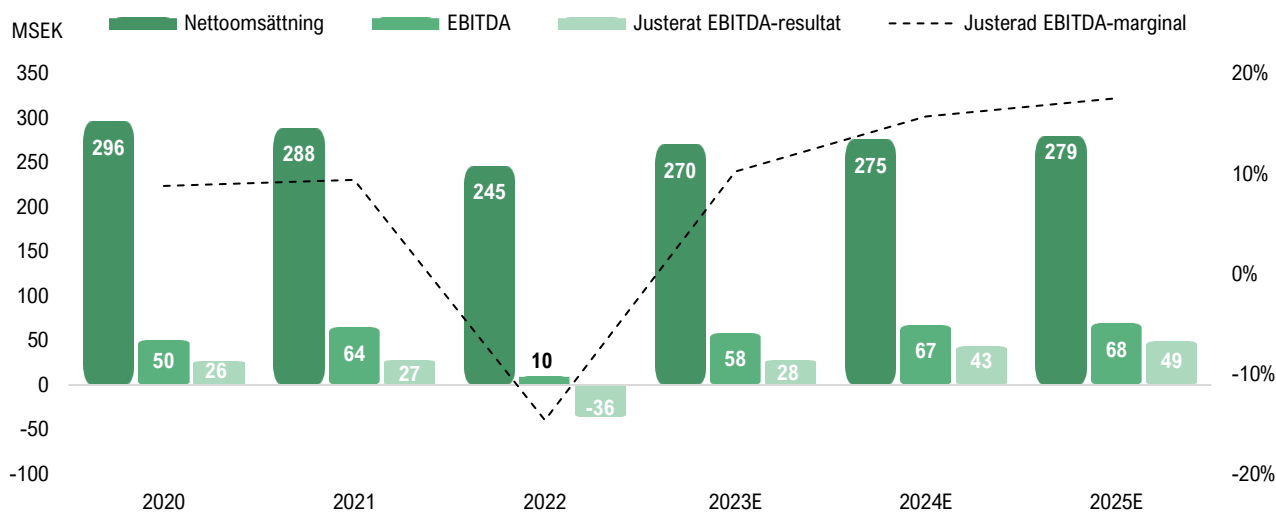
<sup>1</sup> Exklusive övriga rörelseintäkter.

<sup>2</sup> Utan avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

<sup>3</sup> Avdrag för balanserade utgifter för utveckling.

## Appendix

Bear scenario MSEK	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
Nettoomsättning	245,6	295,6	288,2	245,4	270,0	275,4	279,5
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	28,1	8,8	15,3	33,8	18,2	0,0	0,0
<b>Totala intäkter</b>	<b>273,7</b>	<b>304,4</b>	<b>303,4</b>	<b>279,2</b>	<b>288,2</b>	<b>275,4</b>	<b>279,5</b>
Handelsvaror	-131,7	-132,7	-106,1	-96,8	-82,3	-82,6	-83,8
<b>Bruttoresultat</b>	<b>141,9</b>	<b>171,7</b>	<b>197,4</b>	<b>182,4</b>	<b>205,8</b>	<b>192,7</b>	<b>195,6</b>
Bruttomarginal	51,9%	56,4%	65,0%	65,3%	71,4%	70,0%	70,0%
Justerad bruttomarginal <sup>1</sup>	46,4%	55,1%	63,2%	60,5%	69,5%	70,0%	70,0%
Övriga externa kostnader	-41,9	-56,0	-52,5	-63,7	-37,8	-30,3	-30,7
Personalkostnader	-34,7	-54,3	-69,3	-84,4	-88,8	-95,3	-96,4
Övriga rörelsekostnader	-41,2	-11,3	-11,2	-24,5	-21,2	0,0	0,0
<b>EBITDA<sup>2</sup></b>	<b>24,2</b>	<b>50,1</b>	<b>64,3</b>	<b>9,8</b>	<b>58,0</b>	<b>67,2</b>	<b>68,5</b>
EBITDA-marginal <sup>2</sup>	9,8%	17,0%	22,3%	4,0%	21,5%	24,4%	24,5%
<b>Justerat EBITDA-resultat<sup>3</sup></b>	<b>-1,2</b>	<b>25,9</b>	<b>27,0</b>	<b>-35,9</b>	<b>27,5</b>	<b>43,2</b>	<b>49,0</b>
Justerat EBITDA-marginal <sup>3</sup>	-0,5%	8,7%	9,4%	-14,6%	10,2%	15,7%	17,5%
Av- och nedskrivningar	-9,7	-28,7	-36,9	-58,4	-41,6	-39,0	-37,4
<b>EBIT</b>	<b>14,4</b>	<b>21,5</b>	<b>27,4</b>	<b>-48,6</b>	<b>16,4</b>	<b>28,2</b>	<b>31,0</b>
EBIT-marginal	5,9%	7,3%	9,5%	-19,8%	6,1%	10,2%	11,1%



# Disclaimer

---

## Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument eller annan information härrörande AG Equity Research AB (vidare AG) är framställt i informations syfte, 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 fransäger 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 2014-2023). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.