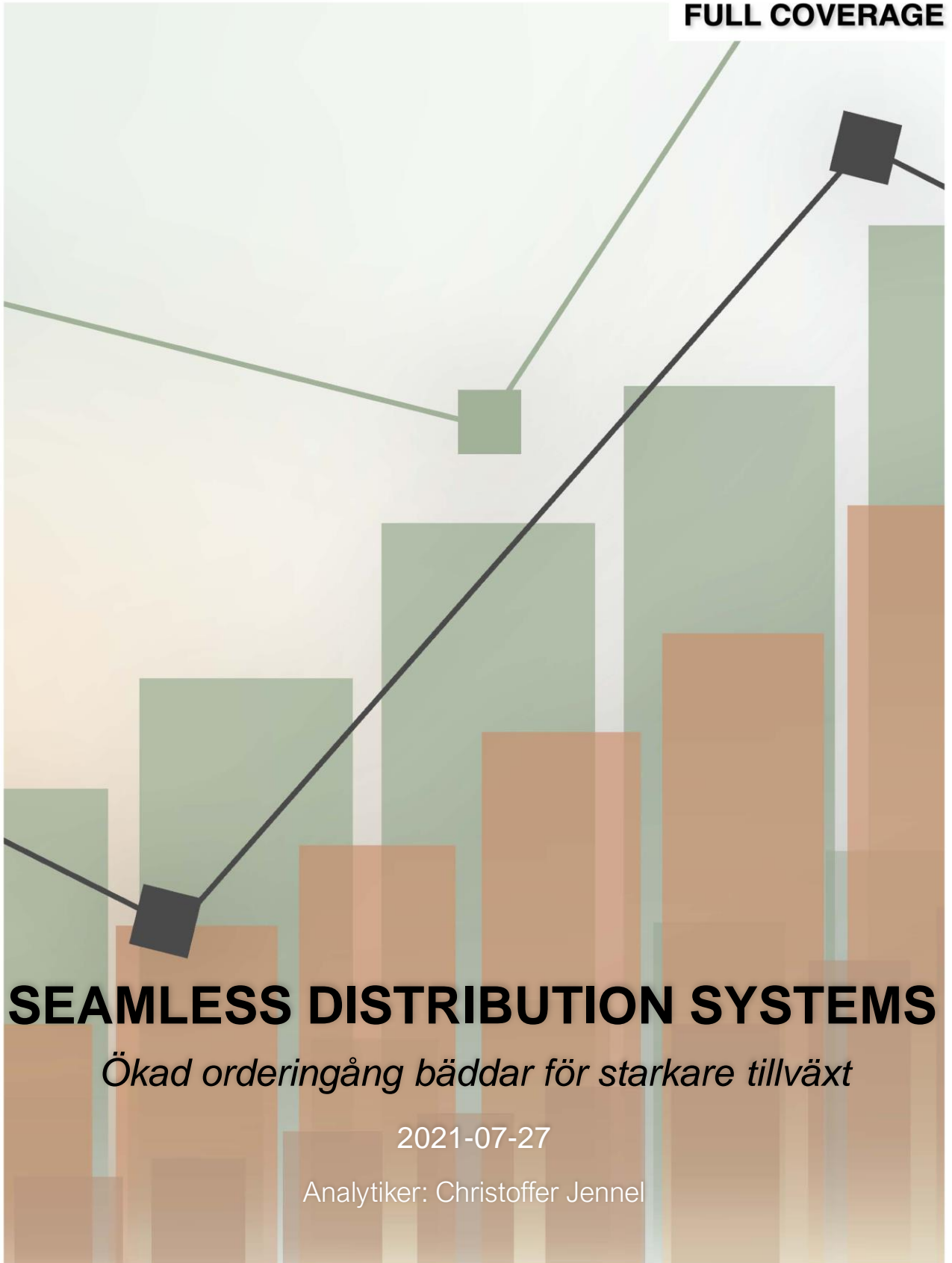


AKTIEANALYS

FULL COVERAGE



SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS

Ökad orderingång bäddar för starkare tillväxt

2021-07-27

Analytiker: Christoffer Jennel

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

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

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

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

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

INNEHÅLL

Seamless Distribution Systems AB ("SDS" eller "Bolaget") levererar innovativa lösningar för digital distribution av samtalstid och mobildata genom mobiloperatörer, banker och retail i bl.a. Afrika, Mellanöstern, Amerika och Asien. SDS erbjuder därutöver support och *managed operations* (MOPS) till sina kunder, där distribution tillsammans med support och MOPS är Bolagets största intäktskällor. SDS genomförde under 2018 och 2019 två omfattande förvärv, och tilltänkta synergier från de två förvärven börjar nu realiseras. Ytterligare ett förvärv genomfördes under Q1-21, som väntas stärka produkterbjudandet och öka tillväxten såväl som lönsamheten. Bolaget är verksamt i 60 länder, hanterar mer än 15 miljarder transaktioner årligen och når över 500 miljoner abonnenter. SDS är noterade på First North Stockholm sedan juli 2017.

INNEHÅLLSFÖRTECKNING

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Kommentar Q2-21	5-6
Förvärvet av Riakt	7
Investeringsidé	8
Bolagsbeskrivning	9-11
Marknadsanalys	12-13
Finansiell prognos	14-17
Värdering	18-19
Bull & Bear	20
VD-intervju, Tommy Eriksson	21
Ledning & styrelse	22-23
Appendix	24
Disclaimer	25

VÄRDEDRIVARE

8 av 10

SDS har ett välfungerande system som är affärskritiskt för Bolagets kunder. Affärsmodellen är skalbar och möjliggör goda bruttomarginaler. Nyligen erhållna order kombinerat med en stigande andel återkommande intäkter förväntas bidra till stabila kassaflöden under en överskådlig framtid, där merförsäljning förväntas bidra till ökade marginaler. SDS har under H1-21 ingått avtal med nya kunder, däribland Telenorgruppen, vilket bäddar för stark organisk tillväxt framgent.

HISTORISK LÖNSAMHET

7 av 10

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

LEDNING & STYRELSE

8 av 10

SDS ledning och styrelse består av ett erfaret team, där insiderägandet uppgår till ca 6,2 % varav VD Tommy Eriksson äger ca 2,4 % av kapitalet. Mångårig och meriterande erfarenhet hos ledningen och styrelsen, kombinerat med relativt stort insiderägande, skapar förtroende, och talar för att SDS kan fortsätta skapa aktieägarevärde även framgent.

RISKPROFIL

5 av 10

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

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

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

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

SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS (SDS)

ÖKAD ORDERINGÅNG BÄDDAR FÖR STARKARE TILLVÄXT



Förvärvet av Riaktr stärker i synnerhet SDS:s *Business Intelligence*-erbjudande och ger därtill tillgång till en ökad kundbas, däribland telekomgruppen Orange som är en av världens största telekomoperatörer. Under H1-21 erhöll SDS en genombrottsorder från Telenorgruppen som anses ha omfattande potential och kan bidra med stark organisk tillväxt framgent. Med befintliga distributionsavtal, stärkt produktportfölj och stigande andel återkommande intäkter, bedöms omsättningen kunna fortsätta öka framgent. Givet den skalbara affärsmodellen estimeras den ökade omsättningen leda till ett EBITDA-resultat om 70,6 MSEK år 2021. Baserat på en relativvärdering, härleddes ett värde per aktie om 64 SEK på 2021 års prognoser.

Lägre omsättning YoY – men stärkt marginal

Under Q2-21 levererade SDS en nettoomsättning om 69,2 MSEK, vilket är lägre än Analyst Groups prognos och således en minskning om 2,5 % YoY, men är samtidigt en förbättring med 12,5 % jämfört med Q1-21. Den primära förklaringen till minskningen i *topline* är vikande försäljning av SDD vars verksamhet fortfarande påverkas negativt av pandemin, som i viss mån tillfälligt ändrat konsumentbeteendet, med lägre påfyllningar av kontantkort till följd. En desto starkare datapunkt i rapporten var dock EBITDA-marginalen som stärktes med fyra procentenheter YoY och uppgick till 23,6 %. Lägre intäkter från SDD, Riaktr's bidragande till försäljningen samt SDS fortsatta arbete med att kostnads-effektivisera verksamheten är alla bakomliggande faktorer till marginalförbättringen. Att marginalen de facto stärks samtidigt som försäljningen viker, anser vi är ett kvitto på den underliggande starka lönsamheten som finns i SDS:s affärsmodell och i takt med att Bolaget åter kan öka *topline*, och dessutom bibehålla alternativt öka lönsamheten ytterligare, väntas det operativa kassaflödet kunna stärkas framgent.

Orderingången ökar – bäddar för starkare kvartal framgent

SDS har under Q2-21 vunnit hela 30 orders, vilket dels är en förbättring YoY, dels en kraftigt ökning jämfört med Q1-21 där enbart 12 orders mottogs. En i synnerhet betydelsefull order var de från Telenorgruppen, värda 24 MSEK, som inte enbart innebär en ny operatörsgrupp som medför ökad potential till stark organisk tillväxt framöver, utan även öppnar upp nya marknader och stärker SDS:s fotfäste i Asien.

Vi justerar vårt värderingsintervall

Nettoomsättningen under Q2-21 kom in lägre än förväntat, samtidigt som EBITDA-marginalen i två efterföljande kvartal har kommit in högre än väntat, varför vi väljer att revidera våra prognoser. För helåret 2021 estimeras nu en nettoomsättning om 301,7 MSEK (355), med ett EBITDA-resultat om 70,6 MSEK (71). Värderingsintervallet för SDS sänks till följd, primärt ett resultat av utspädningseffekten i samband med att ett aktieägarlån konverterades till aktier, där vi nu ser ett motiverat värde per aktie om 64 kr i ett Base scenario¹.

AKTIEKURS 43,95 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2021 ÅRS PROGNOSE

BEAR 37,8 kr	BASE 64,0 kr	BULL 81,2 kr
------------------------	------------------------	------------------------

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

SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS	
Stängningskurs (2021-07-26)	43,95
Antal Aktier	9 922 383
Market Cap (MSEK)	436,1
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	159,3
Enterprise Value (EV) (MSEK)	595,4
V.52 prisintervall (SEK)	65,0 - 33,2

UTVECKLING	
1 månad	-1,0 %
3 månader	-9,4%
1 år	26,3%
YTD	-4,0%

HUVUDÄGARE (KÄLLA: SDS:S HEMSIDA)	
Avanza Pension	13,9 %
Goldman Sachs Internationeal LTD	9,5 %
Saxo Bank A/S Client Assets	9,3%
Swedbank Försäkring	7,2 %
Veronica Wallman	6,5 %

VD OCH ORDFÖRANDE	
Verkställande Direktör	Tommy Eriksson
Styrelseordförande	Leif Frykman

FINANSIELL KALENDER					
Kvartalsrapport 2 2021	2021-10-21				
Prognos (Base), MSEK	2020	2020 Proforma	2021E	2022E	2023E
Nettoomsättning	295,6	344,2	301,7	354,5	407,6
Omsättningstillväxt	20,4%	40,2%	2,1%	17,5%	15,0%
Bruttoresultat	171,7	221,4	222,0	267,9	311,8
Bruttomarginal	56,4%	62,7%	62,7%	63,0%	63,7%
EBITDA	50,1	63,8	70,6	87,3	109,7
EBITDA-marginal	16,5%	18,1%	23,4%	24,6%	26,9%
P/S	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1
EV/S	2,0	2,2	2,0	1,7	1,5
EV/EBITDA	12,0	11,2	8,4	6,8	5,4

Värderingen i ett Base scenario utgår från en EV/EBITDA-multipel om 9x och bakgrunden till att riktkursen justeras ned trots i princip oförändrad EBITDA grundas i det aktieägarlån i SDS om 44,2 MSEK som konverterades till aktier i samband med förvärvet av Riaktr och innebar en utspädning om ca 10 %, vilket således påverkar värderingsintervallet.

KOMMENTAR Q2-21

Nettoomsättningen kommer in något lägre jämfört med Q2-20

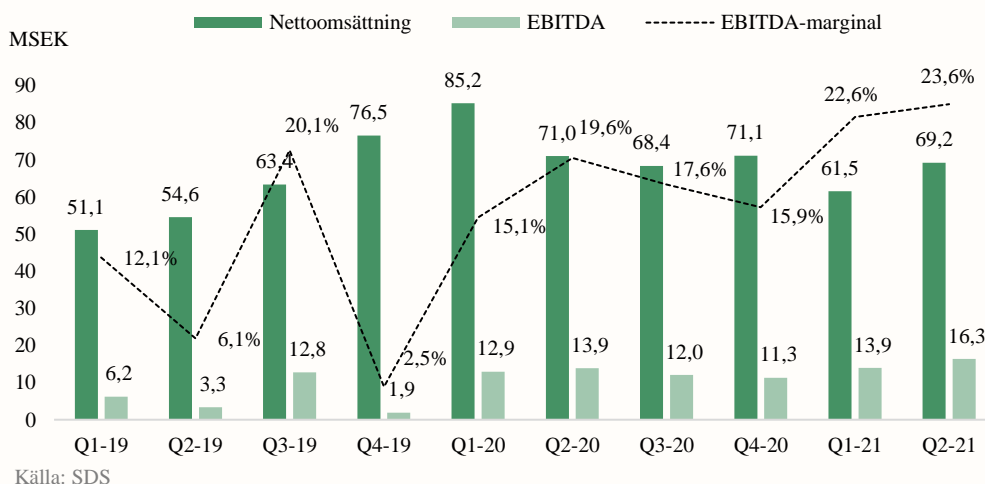
SDS levererar en nettoomsättning för andra kvartalet 2021 om 69,2 MSEK, vilket är ca 2,5 % lägre än vad Bolaget uppvisade under motsvarande kvartal föregående år, men är samtidigt en förbättring med 12,5 % QoQ vilket ändå får ses som klart positivt. Under andra kvartalet har således orderingsgången stärkts jämfört med föregående kvartal och SDS har vunnit hela 30 orders under Q2-21, vilket står i stark kontrast mot Q1-21 där SDS mottog enbart 12 orders. Detta bäddar för en starkare omsättning under H2-21. Orders som sticker ut under kvartalet är utan tvekan de från Telenorgruppen med ett totalt värde om ca 24 MSEK, vilket inte enkom innebär en ny operatörsgroup av högsta rang, utan även stärker SDS:s närvaro i Asien och således skapar god potential för stark organisk tillväxt till koncernen framgent då ett avtal med en första mobiloperatör inom en operatörsgroup medför goda möjligheter till merförsäljning inom hela gruppen. Tillsammans med Riaktr har SDS sålt system till tre nya operatörsgroups på kort tid som tillsammans finns på 34 marknader som koncernen ännu inte verkar inom, vilket Analyst Group bedömer är en stark värde drivare kommande kvartal.

Förvärvet av Riaktr fullbordades den 7 maj 2021 och tillförde SDS:s koncernen 6,2 MSEK under det andra kvartalet vilket är ungefär 9 % av topline. Den genombrottsorder Riaktr fick för ett pilotprojekt avseende optimering av 5G-nät hos en ledande portugisisk operatör är strategiskt viktigt och inbringar en viktig referenskund för Riaktrs Smart CAPEX-erbjudande som, vid ett lyckat utfall, kan innebära stora möjligheter för Riaktr och SDS framgent i Europa.

Med Riaktr inräknat, ökade de facto SDS-vertikalen omsättningen YoY med ca 5,3 %, samtidigt som SDD-vertikalen minskade med ca 14,7 % YoY och står därför enkom för koncernens totala försäljningstapp. Detta förklaras av att SDD:s försäljning fortfarande påverkas negativt av pandemin och dess påverkan på köpmönstret inom handeln där färre gör påfyllningar av kontantkort. Att SDD däremot stärker omsättningen med 1 % QoQ ger en viss indikation på att den negativa trend som har visats i omsättningen sedan pandemins början börjar bottna ut, vilket således rimmar relativt bra med att vaccineringen i Norden ökat i bredd. Huruvida köpmönstret inom handeln där färre gör påfyllningar av kontantkort kvarstår efter pandemin återstår att se och kommer således vara en datapunkt vi bevakar noggrant framgent. På sikt är det dock rimligt att anta att SDD kommer utgöra en successivt mindre andel av koncernens totala omsättning, delvis på grund av att SDS-vertikalen har starkare underliggande tillväxt och således framtidsutsikter.

SDS har god momentum i lönsamheten, som stärks både QoQ och YoY. Omsättningen sjönk å andra sidan marginellt YoY, men ökade samtidigt med 12,5 % jämfört med Q1-21.

Nettoomsättning, EBITDA och EBITDA-marginal, Q1-19-Q1-21



KOMMENTAR Q2-21

EBITDA-marginalen fortsätter dock att stärkas

Trots att försäljningen viker något på årsbasis, uppvisar SDS ånyo ett kvartal med betydligt starkare EBITDA-marginal YoY. Justerat för förvärvskostnader uppgick EBITDA-marginalen till 23,6 % (19,6 %) vilket är en klar förbättring jämfört med motsvarande period föregående år och samtidigt en förbättring QoQ. Denna marginalförbättring är en effekt av dels vikande försäljning från SDD som driver en lågmarginalverksamhet, dels bidragande intäkter från Riaktr vars verksamhet är av högre lönsamhet. Vidare har SDS även fortsatt varit framgångsrika med arbetet att effektivisera kostnadsbilden inom koncernen vilket även har bidragit till de högre marginalerna som uppvisats de senaste två kvartalen. Vi förväntar oss att SDD:s omsättning fortsätter att återhämta sig successivt kommande kvartal, om än i låg takt, vilket får en negativ effekt på dels bruttomarginalen, dels rörelsemarginalen. Denna negativa effekt bedömer vi kommer att mildras givet att Riaktr framöver kommer att bidra ytterligare till koncernens omsättning i kombination med att operativa synergier fortsätter att realiseras i takt med att integrationsarbetet fortlöper enligt plan under H2-21.

SDS fortsätter att plocka orders i inledningen av tredje kvartalet

SDS mottog den 14 juli 2021 en order från en av Nigerias största mobiloperatörer motsvarande 6,7 MSEK. Ordern avsåg en USSD-gateway och applikationsportal som ska möjliggöra för operatören att driva upp abonnenttillgång till sina olika VAS-tjänster (Value-Added-Services) och operatören kommer således ges ökade försäljningsmöjligheter såväl som processeffektviseringar genom dess omfattande distributionskedja. Med SDS:s state-of-the-art USSD Gateway och applikationsportal tillåts operatören att öka sin ARPU och dessutom accelerera tillväxten genom att erbjuda kunderna ett mer värde drivande erbjudande. Ordern påvisar således SDS:s förmåga att skraddarsy produktlösningar åt sina kunder utefter deras specifika behov, vilket ger stort mervärde till slutkund.

En tillkommande serviceorder inom ramen av projektet med Telenor Pakistan inkom den 16 juli, motsvarande 4 MSEK, och innebär att SDS kommer att leverera ytterligare tjänster för att komplettera implementeringen av deras transaktionsplattform ERS 360. Denna order var dock förväntad i samband med den första genombrottsordern från Telenor och väntas realiseras från och med det tredje kvartalet.

Seamless Distribution Systems andra kvartal 2021 i korthet.

SDS Q2-20 vs Q2-21

	Q2-20		Q2-21
Seamless Distribution Systems	70,9 MSEK	-2,5 %	69,2 MSEK
	Nettoomsättning under Q2-20		Nettoomsättning under Q2-21
	13,9 MSEK	+17,5 %	16,3 MSEK
	EBITDA-resultat Q2-20		EBITDA-resultat Q2-21 (justerat)
	23 st	+ 7 orders	30 st
	Antal vunna orders under Q2-20		Antal vunna orders under Q2-21

Källa: SDS

FÖRVÄRVET AV RIAKTR

SDS meddelade den 17 mars 2021 att Bolaget tecknat ett avtal om att förvärva Real Impact Analytics S.A. ("Riaktr"), en global leverantör av *Business Intelligence* och Big Data Analytics, för en köpeskilling om 10,4 MEUR, förvärvet görs därmed till en justerad EV/EBITDA-multipel om 6,5x.

Riaktr vässar SDS:s egna produkterbjudande

Riaktr har utvecklat en plattform, Smart Sales & Distribution, för att möjliggöra avancerade analyser av intäktsflöden och samtidigt, i realtid, ge förslag på åtgärder för att förbättra såväl som effektivisera telekomoperatörernas försäljningsorganisation, från försäljningschef till distributörer och fältrepresentanter. Analysplattformen använder AI och maskininlärning, vilket medför att plattformen ständigt förbättras och tillåts öka precisionen ytterligare i takt med användning, vilket möjliggör för telekomoperatörerna att öka konkurrenskraften, driva upp intäkterna samt minska sina kostnader. Vidare har Riaktr utvecklat ytterligare ett analysverktyg, Smart Capex, som är en mjukvarulösning vari telekomoperatörerna ges insikt i till exempel hur de ska placera ut sin infrastruktur av nätverk, så att de kan optimera täckningen inom landet för bland annat 5G och fiber. Riaktr vänder sig främst till telekombranschen med sin teknik, men adresserar även industrier som Media & Kommunikation samt FMCG.

Nya marknader öppnas upp

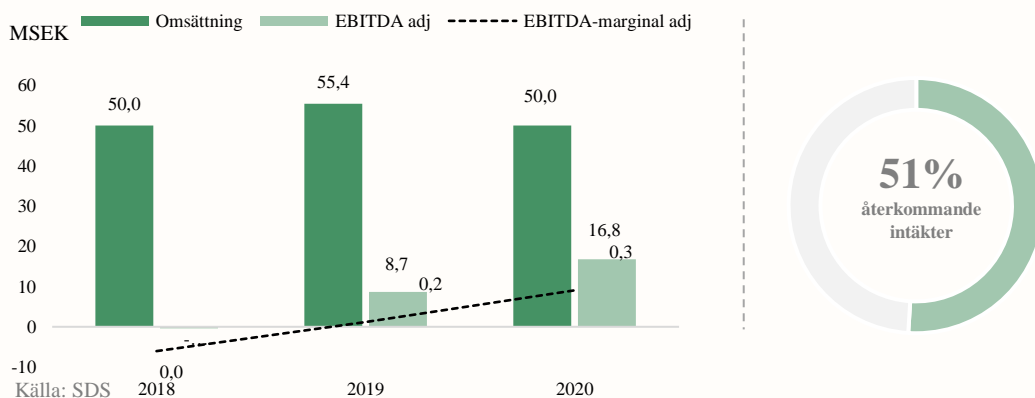
Med förvärvet av Riaktr befäster SDS ytterligare sin redan starka position i Afrika samtidigt som tillgång till tio nya marknader ges, däribland Sydamerika. Ett exempel på en kund som tillkommer i och med förvärvet är Orange, ett belgiskt telekommunikationsbolag, som är en av världens ledande operatörsgrupper och har ett bolagsvärde om ca 1,4 mEUR.

Riaktr bidrar starkt till lönsamheten och accelererar SDS:s omställning till SaaS-prissättning

Riaktr uppvisar en oreviderad omsättning om 4,9 MEUR, med en justerad EBITDA-marginal om 34 %, där ca 51 % av intäkter är återkommande, vilket i sin tur förväntas accelererar SDS:s egna omställning till en SaaS-prissättning.

Senaste två åren har Riaktr stärkt sin lönsamhet betydligt.

Omsättning, EBITDA adj och EBITDA-marginal adj, 2018-2020 samt andel återkommande intäkter



Vår sammanfattning av förvärvet

Analyst Group är av uppfattningen att förvärvet av Riaktr är strategiskt fördelaktigt, då det kommer komplettera verksamheten väl. På kort sikt kommer förvärvet ge direkt effekt på SDS:s *top line* såväl som lönsamhet. På medellång- och lång sikt förväntas SDS realisera synergieffekter i en allt större utsträckning, t.ex. genom att ersätta delar av Riaktrs personal som idag till stor del är lokaliserad i Belgien, med arbetskraft till en lägre kostnad. Detta skulle medföra en större marginalexpansion vilket skulle få god effekt på lönsamheten och Bolagets kassaflöde. Vidare medför förvärvet att SDS växer till en ännu större koncern, vilket Analyst Group menar på är viktigt för att vinna nya avtal med telekomoperatörer, i en annars väldigt fragmenterad telekombransch med många mindre aktörer.

INVESTERINGSIDÉ

Förvärvet av Riaktr stärker produkterbudandet samt öppnar upp nya marknader

Förvärvet av Riaktr under Q1-21 stärker SDS:s erbjudande inom b.la. Business Intelligence, en tjänst som ger kunderna verktygen att optimera sin försäljning och reducera sina kostnader baserat på AI och *Big Data*. Detta är en tjänst som blivit alltmer uppskattat och efterfrågad av SDS kunder, då det hjälper dem att öka sina intäkter på ett kostnadseffektivt sätt, på en annars hårdkonkurrerande och fragmenterad marknad. Riaktr har även en hög andel återkommande intäkter med en väletablerad SaaS-modell, som accelererar SDS:s egna omställning till en SaaS-prissättning, i enlighet med vad Bolaget kommunicerade i Q4-20 rapporten. Med Riaktr öppnas även tio ytterligare marknader upp, däribland Sydamerika, och SDS får dessutom in flera viktiga kunder, exempelvis Orange som är en av världens ledande telekomoperatörer. Sammantaget medför förvärvet spännande framtidsutsikter för SDS, där ökad omsättning och lönsamhet är de direkta effekterna.

Tillhandahåller en affärskritisk tjänst

SDS tillhandahåller en för sina kunder affärskritisk tjänst, och Bolaget har vad Analyst Group erfar aldrig blivit av med en kund. Efter långtgående satsningar på hög kvalitet och kundtillfredsställelse har SDS skapat en stabil grund att stå på och således goda referenser, bland annat MTN och Orange, för att kunna accelerera tillväxten ytterligare. Telefonoperatörernas försäljning av samtalstid och data, som utgör en majoritet av deras intjäning, hanteras av SDS:s transaktionsplattform ERS 360, vilket gör Bolaget affärskritiska för kunderna. Den tekniska integrationen av SDS:s system medför stora investeringar vilket gör att när kunder väl bytt till SDS, blir *Switching Costs* mycket höga, vilket således ger en typ av *Moat* för SDS. Diverse tilläggs tjänster, som t.ex. Business Intelligence, ger även mervärde till kundernas verksamhet, vilket gör att SDS hamnar ännu högre upp i värdekedjan. Detta har inte minst visat sig under pågående Coronapandemi, där Bolaget erhållit flertalet tilläggsorder från befintliga kunder, samtidigt som tidigare erhållna order från nya kunder har fullföljts.

Skalbar affärsmodell möjliggör marginalexpansion

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

Antalet mobilanvändare i Afrika fortsätter öka

GSMA estimerar att cirka 45 % av befolkningen i Afrika äger en mobiltelefon vilket är lägre än det globala snittet om 66 %. Som ett resultat av bland annat BNP-tillväxt och teknologisk utveckling, som möjliggör billigare mobiltelefoner, förväntas antalet mobilanvändare i Afrika öka med en CAGR om 4,6 % under perioden 2017-2025. Samtidigt estimeras andelen smartphones i Afrika öka från 45 % 2017 till 67 % 2025. Eftersom smartphones möjliggör mer avancerad användning av mobila enheter, väntas den totala datatrafiken öka med anledning av övergången till smartphones. Detta gynnar SDS i dubbel bemärkelse: tillväxten i antalet användare kan bidra till att befintliga licensavtal kan skalas upp, samtidigt som det ökade transaktionsvärdet kan bidra till ökad intäkt per kund vid intäktsdelning.

Viss operationell risk men värderingsrabatten är omotiverat hög

SDS verkar inom marknader som är att anse som riskfyllda och därtill är Bolaget fram till dags dato till stor del beroende av engångsintäkter, vilket motiverar att SDS ska värderas med rabatt gentemot utvalda jämförelsebolag. Dock är Bolagets tjänster affärskritiska, samt att Bolaget samtidigt växer sin omsättning och tillika EBITDA-resultat starkt, och spås göra så även framgent, varför Analyst Group anser att rådande värderingsrabatt gentemot peers är omotiverad. I ett Base scenario prognostiseras SDS uppvisa en nettoomsättning om 301,7 MSEK under helåret 2021, med ett EBITDA om 70,6 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt om 2 % respektive 40,9 %. Baserat på en målmultipel om EV/EBITDA 9,0x på 2021 års estimat motiveras ett värde per aktie om 64 kr.

FÖRVÄRVET AV
RIAKTR MEDFÖR
FLERTALET
POSITIVA EFFEKTER

SDS:S TJÄNSTER
SKAPAR EN VISS
MOAT GENTEMOT
KONKURRENTER

AFFÄRSMODELLEN
INNEBÄR HÖG
SKALBARHET

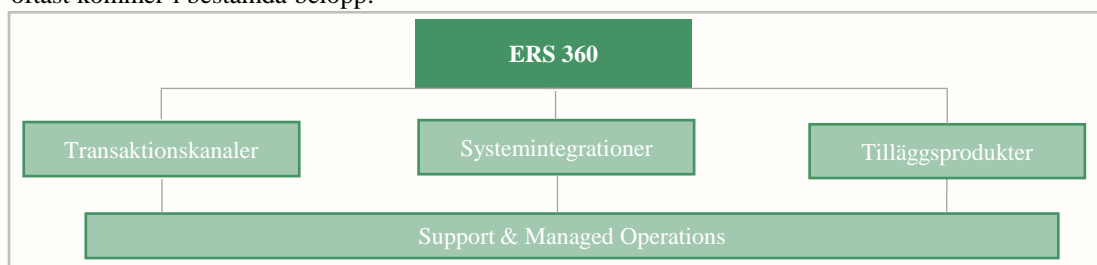
ÖKAD
SMARTPHONE-
ANVÄNDANDE
GYNNSAM FÖR SDS

301,7 MSEK
I NETTO-
OMSÄTTNING
ESTIMERAS
FÖR HELÅRET
2021

BOLAGSBESKRIVNING - SDS

Primär produktportfölj

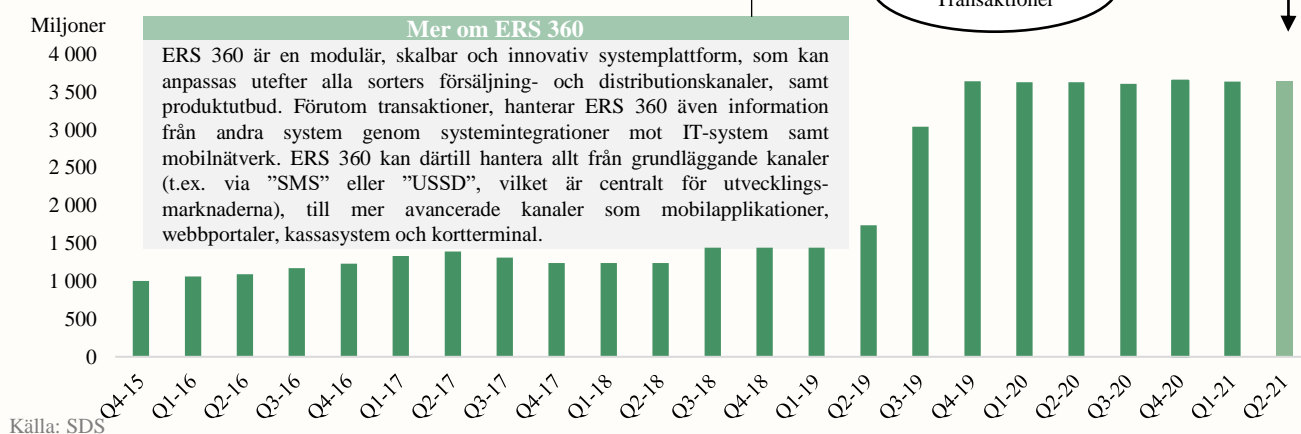
Bolagets transaktionsplattform, ERS 360, hanterar end-to-end-lösningar för att elektroniskt distribuera samtalstid, data och andra elektroniska produkter genom olika transaktionskanaler som kommunicerar med plattformen, där distribution via mobiltelefon är vanligast men det kan även ske via t.ex. en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



Ett exempel på tilläggsprodukter som SDS tillhandahåller är s.k. mikrokrediter. När återförsäljare får slut på samtalstid har de historiskt varit tvungna att lämna sin säljplats för att åka och fylla på samtalstid. I syfte att motverka detta har SDS lanserat mikrokrediter, som innebär att återförsäljarna ges möjlighet att låna samtalstid genom sin mobiltelefon, som de därefter betalar tillbaka nästa gång de fyller på samtalstid hos en distributör. Denna modell medför två huvudsakliga fördelar: Önskad stopp i försäljningen upphör och SDS får en intäkt i form av ränta. Bolaget får dessutom tillgång till omfattande data som möjliggör analys av distributörernas försäljningsprocesser.

SDS har i flera år utvecklat sin ERS 360-plattform som avser att täcka hela ekosystemet av distribuering av elektroniskt värde samt digitalisering av försäljnings- och distributionsprocesser.

Antal transaktioner hanterade av ERS 360 per kvartal



SDS hanterar ungefär 3,7 miljarder transaktioner varje kvartal, vilket genererar en stor mängd data. Med hjälp av AI och Big Data kan SDS, via insamlad data, tillgodose skräddarsydda insikter och åtgärdsförslag i hur SDS:s kunder kan optimera försäljningen. Det kan röra sig om konkreta försäljningsstrategier på mikronivå eller för att få en visuell överblick över produktprestanda baserat på t.ex. geografi, produkt- och abonnentkoncentration. Förutom att dessa insikter underlättar beslutsprocesser för telekomoperatörerna, kan de därtill öka konkurrenskraften, effektiviteten samt minska kostnaderna. Tekniken blir med andra ord affärskritisk för teleoperatörerna, för att kvarstå konkurrenskraftiga i en annars fragmenterad marknad som telekom är. Förvärvet av Riaktr under Q1-21 stärker SDS:s produkt erbjudande inom AI-baserad affärsanalys, Business Intelligence ("BI"), som kommer att komplettera redan befintlig teknik som Bolaget utvecklat.

BOLAGSBESKRIVNING - SDS

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

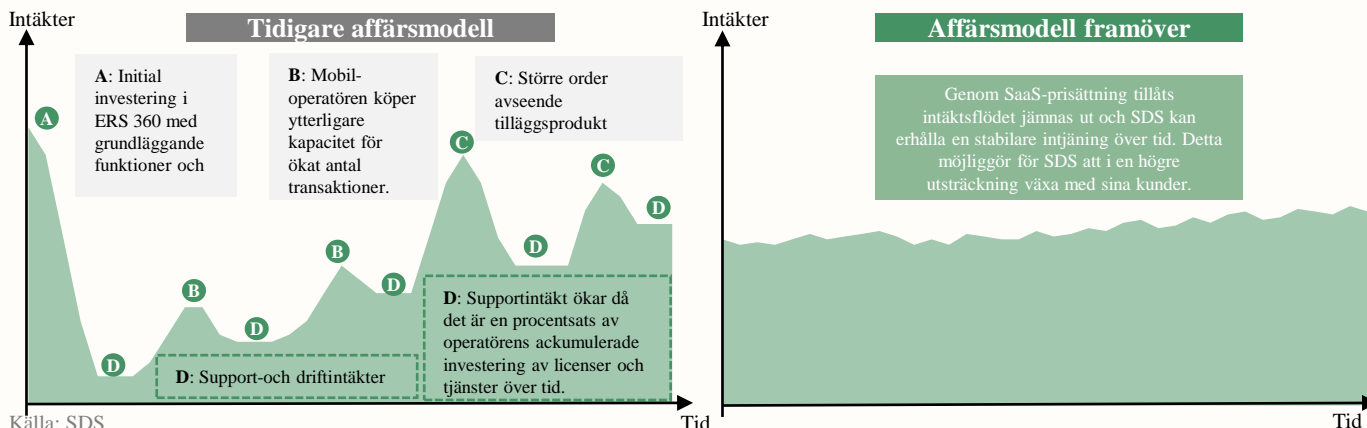
Intäktsmodell

Historiskt har SDS:s affärsmodell grundat sig i att sälja licenser och integrationstjänster i form av en större initial engångsaffär, med efterföljande support- och drifttjänster till ett värde runt 15-20 % av den initiala affären. I samband med Q4-rapporten 2020 kommunicerades det att den prioriterade affärsmodellen för nya kunder framgent istället kommer grundas i en SaaS-prissättning, vilket ändrar den initiala engångslicensen med återkommande licensavgift, vilket kommer att medföra jämnare intäktsströmmar, dock lägre initiala intäkter och ordervärden. SDS erhåller intäkter genom:

- **Licensförsäljning:** Den vanligaste licensmodellen är en engångslicens med ett förutbestämt antal transaktioner per månad. Ökar antalet transaktioner över denna nivå måste kunden köpa utökad licenskapacitet. Denna intäktsmodell medför att SDS växer tillsammans med sina kunder när volymer ökar. SDS kommer som nämnt successivt övergå till SaaS-prissättning.
- **Intäktsdelning:** I vissa fall använder SDS s.k. *revenue share*. Detta innebär att SDS delar intäkterna tillsammans med mobiloperatörer och distributörer, baserat på försäljningen.
- **Support och Managed Operations ("MOPS"):** SDS erbjuder både support och s.k. managed operations, där Bolaget tar ansvar för drift och övervakning av ERS 360-plattformen. Intäkterna för dessa tjänster beror på vilken servicenivå kunden väljer.
- **Kreditjänster** – Riktat sig till återförsäljare och avser distribution av taltid och mobildata. SDS tecknar avtal med mobiloperatören, varefter 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 kommer stabilisera SDS:s intäktsströmmar, samtidigt som affärsmodellen blir mer "sticky".

Illustrering över en typisk intäktsfördelning för ett projekt över tid



Kostnadsdrivare

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

Strategiska utsikter

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

BOLAGSBESKRIVNING - SDD

Primär produktportfölj

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

+ 6 000 000
TRANSAKTIONER
HANTERAR SDD
ÅRLIGEN

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

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

Urval av SDD:s leverantörer och banksamarbeten



Källa: SDS

Kostnadsdrivare

SDD bedriver, till skillnad från SDS, en lågmarginalverksamhet där materialkostnaderna är höga. Detta är ett resultat av att Bolaget distribuerar stora mängder värdebevis, t.ex. paysafecard. Bruttomarginalen har sedan 2015 med anledning av detta varierat mellan cirka 1,0 % och 4,5 %. SDD har historiskt sttit 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 ingått avtal som har bidragit till förluster. Verksamheten präglas av låga marginaler, och kostnadseffektivitet är därav helt avgörande för eventuell framtida lönsamhet. För att nå lönsamhet i framtiden är det också avgörande att SDD lyckas förhandla om vissa befintliga avtal i syfte att uppnå en högre bruttomarginal och dessutom rekryterar in nya kunder för skala upp verksamheten på rörelsenivå likaså. Analyst Group bedömer att möjligheten att förhandla om dessa avtal är förhållandevis hög givet att SDD i stor utsträckning tillhandahåller tjänster som bidrar till merförsäljning, vilket innebär att det kan bli kostsamt för kunderna om SDD:s verksamhet upphör. Dessutom har SDD:s största konkurrent, Goyada, försatts i konkurs, vilket kan gynna SDD, då efterfrågan alltså finns och Goyadas konkurs medför att SDD idag är en av få aktörer på marknaden.

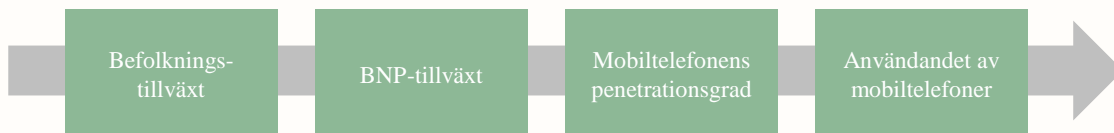
**KUND-
REKRYTERING
BLIR VIKTIGT
FRAMGENT**

MARKNADSANALYS

~ 60 LÄNDER
ÄR SDS
VERKSAMMA
INOM

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

FYRA MARKNADS-
DRIVANDE
TRENDER FÖR
KONTANTKORT



Hög andel kontantkort globalt gynnar SDS

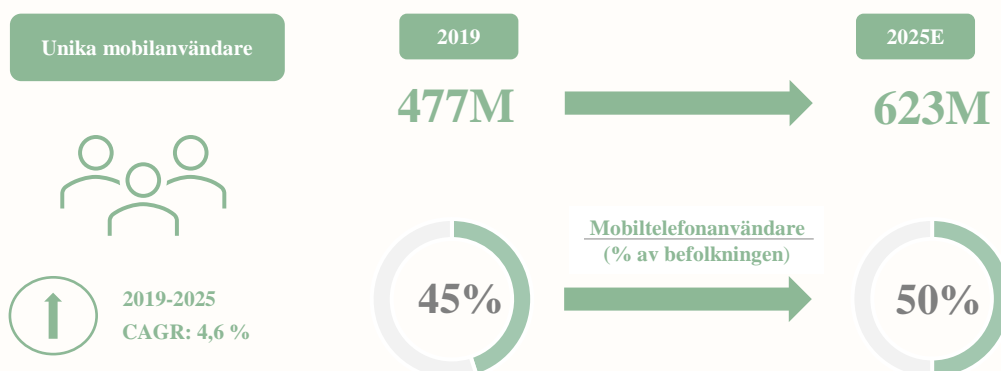
År 2020 var 71 % av mobilanslutningarna globalt i form av ett kontantkort, vilket motsvarar 5,7 miljarder mobilkunder och 32 %, eller 265 mdUSD, av tjänsteintäkterna på marknaden. Vid mobilanvändning i Afrika är kontantkort dominerande. Graden av kontantkortsanvändning i de flesta afrikanska länderna varierar ofta mellan 95 % och 100 %, där Sydafrika, som anses som det mest utvecklade afrikanska landet, har en kontantkortsanvändning om ca 88 %. I genomsnitt är graden av kontantkortsanvändning ca 94 % i Afrika. Detta är ett resultat av att bl.a. folkbokföringssystem och bankväsende är icke-fungerande i stora delar av Afrika. Mobiloperatörerna har därmed inte möjlighet att erbjuda abonnemang till sina kunder, då det inte finns möjligheter att testa t.ex. kreditvärdighet. Kunderna själva har många gånger opålitliga inkomster, vilket medför att de inte heller vill binda upp sig i form av ett abonnemang. På kort- och medellång sikt finns inga större indikationer på att detta kommer ändras, vilket gynnar SDS, eftersom affärsmodellen är baserad på intäkter från kontantkort. SDS verkar även inom mer utvecklade marknader, främst i Norden, och där står kontantkort för ca 25 % av mobiltelefonanvändningen, varför det är än idag relevant för SDS att distribuera förbetalda kort även inom Norden.

Låg andel människor med mobiltelefon

I Afrika estimeras att cirka 45 % av möjliga konsumenter hade en mobiltelefon under år 2019. Detta är en låg andel i jämförelse med andra delar av världen, där den globala marknadspenetreringen uppskattas till cirka 66 %. Framgent estimeras denna andel öka i Afrika, som ett resultat av bl.a. BNP-tillväxt. Under perioden 2019-2025 estimeras antalet unika mobiltelefonkonsumenter öka med en CAGR om 4,6 %, från 477 miljoner till 623 miljoner människor. Marknadspenetreringen estimeras under samma period stiga till cirka 50%.

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

Antal mobilanvändare och mobiltelefonanvändare i andel av befolkningen, Afrika, 2019-2025E



Källa: GSMA

MARKNADSANALYS

Högre andel smartphones förväntas driva datatrafik

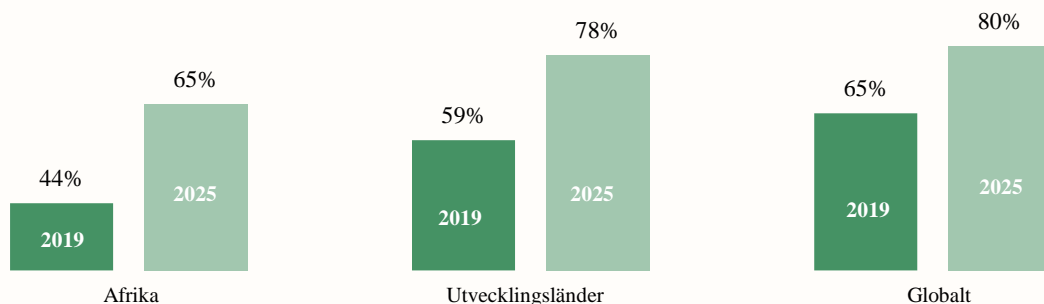
44 % → 65 %

ANDEL
SMARTPHONE-
ANVÄNDARE I
AFRIKA
2020-2025E

Andelen smartphones är, precis som mobilpenetrationen, låg i Afrika. Under år 2019 var ca 44 % av alla mobiltelefonanslutningar i Afrika via smartphones. Detta är att jämföra med det globala snittet om 65 %. Denna andel förväntas öka framgent, drivet av teknologisk utveckling som möjliggör billigare smartphones och år 2025 väntas penetrationsgraden av smartphones i Afrika uppgå till 65 %. 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.

Andelen mobilanvändare med smartphones förväntas öka kraftigt fram till 2025.

Andel smartphones, Afrika, utvecklingsländer och globalt, 2019 och 2025E



Källa: GSMA

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

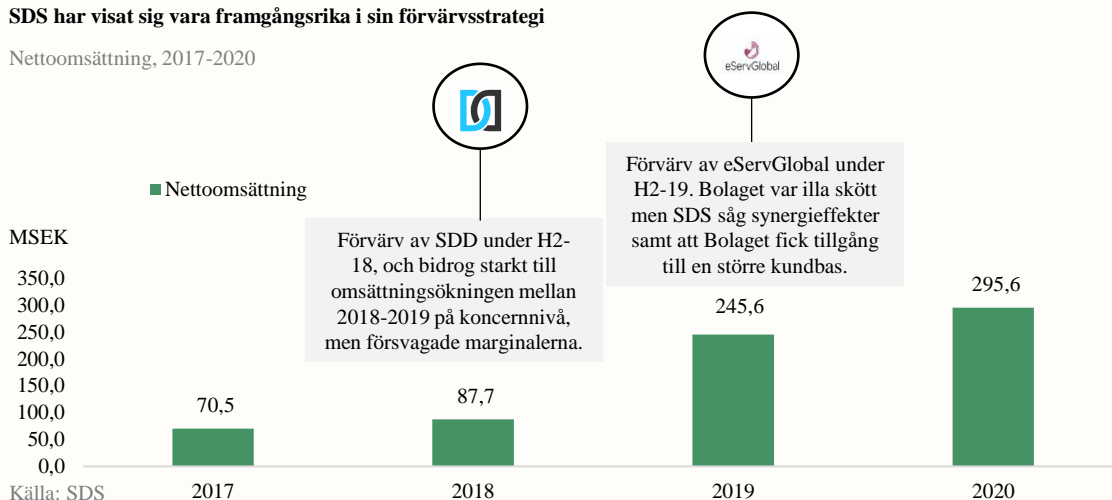
Bolagets teknik och tillika produktportfölj är inte enbart begränsad till telekombranschen, vilket de primärt opererar inom fram till dags dato, utan kan komma att tillämpas inom andra branscher framgent. SDS har idag således lösningar för detaljhandels- och finansbranschen, men har dock valt att fokusera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

FINANSIELL PROGNOSES

SDS har senaste åren haft en god tillväxt, med en CAGR under perioden 2017-2020 om ca 61 %, där förvärvet av SDD är starkt bidragande. Förvärvet genomfördes då Bolaget fick tillgång den nordiska marknaden, en marknad som än idag är omfattande, där över 25 % av mobilanvändning härrör från kontantkort. SDS såg därtill tydliga kostnadssynergier, dels på personalnivå men dessutom genom att utnyttja Bolagets egna innovativa programvara för digital distribution. I samband med förvärvet var SDD ett olönsamt bolag med sjunkande omsättning, men SDS har, efter lyckat integrering, fått SDD lönsamt med svagt ökande omsättning sedan förvärvet. eServGlobal var en direkt konkurrent till SDS, som dock var illa skött, med hög kostnadsbas. Här såg SDS skalfördelar, dels genom kostnadseffektivisering men framförallt få tillgång till en större kundbas. SDS har b.l.a. lyckats sänka personalkostnaderna i eServGlobal med över 60 % och därtill framgångsrikt migrerat flera kunder från eServGlobal till SDS egna plattform, som dessutom lagt flertalet tilläggsordrar. Ett exempel på detta är den tilläggsorder SDS erhöill från en mobiloperatör från Saudiarabien under Q1-21, som var en kund till eServGlobal, och visar att SDS:s förvärvsstrategi i förlängningen leder till organisk tillväxt.

SDS har visat sig vara framgångsrika i sin förvärvsstrategi

Nettoomsättning, 2017-2020



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

Ökad andel återkommande intäkter väntas minska fluktuationer i intjäningen framgent

SDS har en förhållandevis hög andel återkommande intäkter, ca 35-40 % av totala intäkter, men då resterande del av Bolagets omsättning är beroende av nya orders, alternativt tilläggförsäljning, fluktuerar försäljningen förhållandevis mycket från kvartal till kvartal. Denna variation antas dock minska för varje nytt avtal framgent, och i takt med att Bolaget övergår helt till en SaaS-prismodell för SDS tjänster. Bolagets förvärv av Riaktr väntas öka andelen återkommande intäkter framgent, då över 50 % av Riaktrs omsättning består av återkommande intäkter, vilket hjälper till att jämna ut intäktsflödena.

Flera förvärv i kikaren – men inget som modellerats för explicit

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

FINANSIELL PROGNOSS

Omsättningsprognos åren 2021-2024

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

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

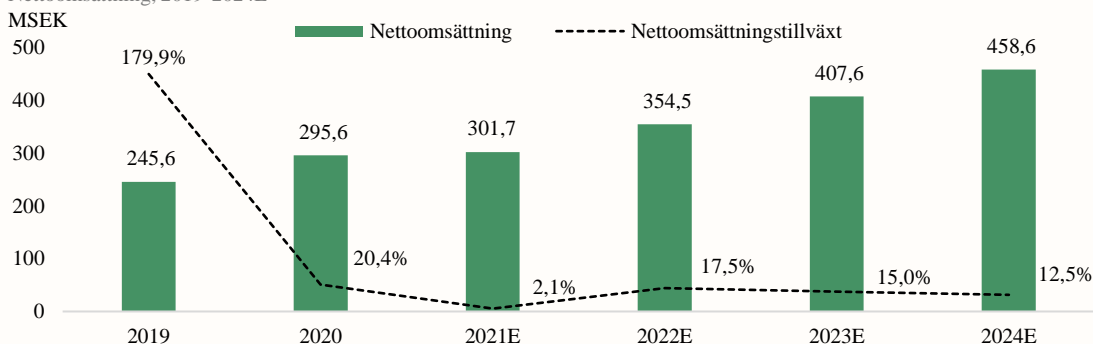
Med en bred portfölj av goda referenskunder, som exempelvis MTM och nu även Orange, är utsikterna för expansion och etablissemang på nya marknader i och utanför Afrika och Mellanöstern goda, men även för att utöka närvaron i Asien, som tillsammans utgör en stor potential för Bolaget på sikt. Med Riaktr kan SDS även nå ytterligare nya kunder i Europa och dessutom bryta sig in på den sydamerikanska marknaden. Med en ökat fokus på återkommande intäkter genom SaaS-prissättning kan SDS stabilisera sina intäktsströmmar och ytterligare stärka sin ställning som en affärskritisk leverantör, och är dessutom något som efterfrågats i allt större utsträckning av operatörerna då det sänker deras förvaltningskostnader och samtidigt förbättrar skalmöjligheterna. Genom att framtida avtal med operatörer i ökad omfattning baseras på "tickintäkter" bör SDS, på sikt, kunna erhålla en större del av den långsiktiga lönsamheten i Bolagets kunders affär, genom att växa med kunderna i en högre grad än tidigare. Analyst Group ser detta som starkt positivt, då vi bedömer att det kan innebära betydande möjligheter för förbättrad lönsamhet för SDS-koncernen på sikt. Ett exempel på detta är det avtal som slöts med Etiopiens ledande operatör under 2019, där SDS erhåller en del av intäkterna som genereras av den digitala distributionen av elektroniska värdebevis via ERS 360-plattformen.

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

Nedan ges en sammanställning av gjorda prognoser för SDS i ett Base scenario under perioden 2021-2024, vilket som nämnt utgår från en organisk utveckling, där effekterna från förvärvet av Riaktr, i termer av tillkommande intäkter och kostnader, väntas realiseras från inledningen av maj år 2021 enligt kommunikation från Bolaget.

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

Nettoomsättning, 2019-2024E



Källa: Analyst Groups prognoser

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

**301,7 MSEK
I NETTO-
OMSÄTTNING
FÖR 2021E**

FINANSIELL PROGNOSES

HÖG ANDEL
FASTA
KOSTNADER

Kostnadsprognos åren 2021-2024

På koncernnivå är personalkostnader tillsammans med övriga externa kostnader de två största kostnadsposterna. Båda posterna har ökat kraftigt de senaste åren, i samband med att SDS har genomfört förvärv, och genom dessa även växt som organisation. De övriga kostnaderna utgörs till stor del av kostnader för konsulter. Efter det senaste förvärvet av Riaktr, som har säte i Belgien, tillkom ytterligare personal, och idag har koncernen ca 300 medarbetare, vilket väntas driva upp personalkostnaderna såväl som de övriga rörelsekostnaderna framöver. Genom att i viss utsträckning ersätta den dyrare personalstyrkan från Riaktr med SDS:s egna från Afrika och Mellanöstern, kan koncernen dock minska personalkostnaderna, som under prognosperioden estimeras växa i en lägre takt än omsättningen, och var således en av flera synergieffekter som SDS identifierade i och med förvärvet.

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

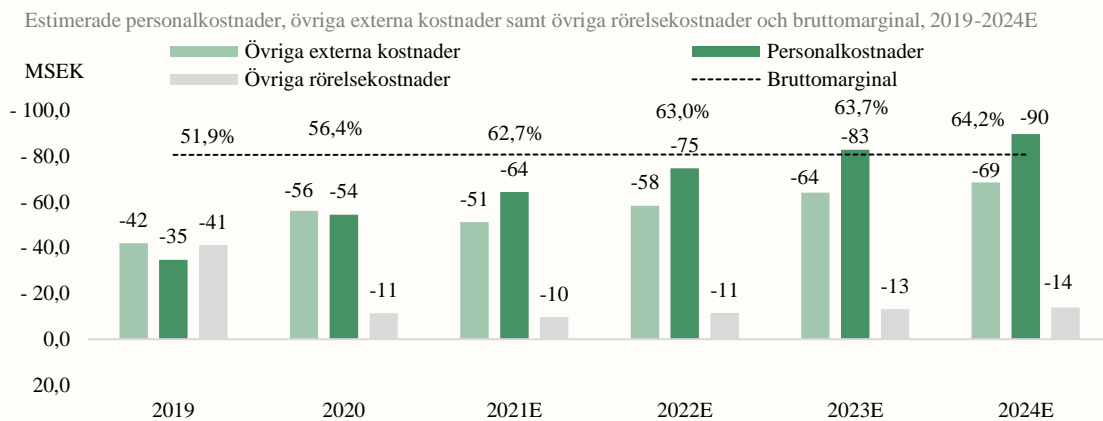
UNDVIKER
STÖRRE
KOSTNADER I
SAMBAND
MED
INTEGRERING
AV RIAKTR

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

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

Under 2020 uppgick SDS-koncernens totala rörelsekostnader till -121,6 MSEK och väntas under 2021-2024 växa med ca 7 % årligen samtidigt som omsättningen estimeras visa en CAGR om ca 11,6 %, vilket förklaras av den skalbara affärsmodellen och höga andelen fasta kostnader.

SDS väntas fortsätta utvecklas under god kostnadskontroll framgent.



FINANSIELL PROGNOSE

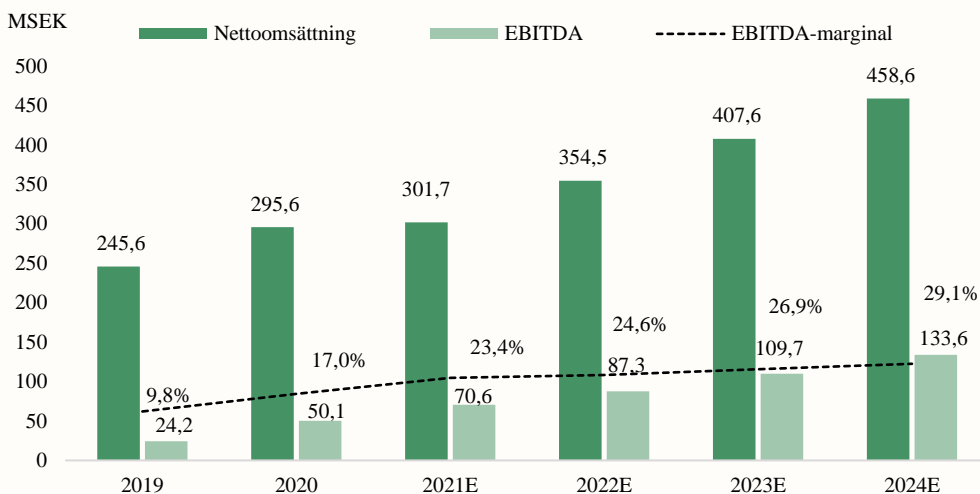
Marginalexpansion i korten

Förvärvet av Riaktr medför ett flertal synergieffekter, dels på intäktssidan men även på kostnadssidan. På intäktssidan då SDS exempelvis kan stärka sin befintliga teknik och produkterbjudande inom Business Intelligence, samtidigt som SDS:s omfattande transaktionsplattform möjliggör för Riaktr att ytterligare vässa sin AI och Big Data-analysverktyg. På sådant vis får den numera gemensamma verksamheten en bättre slutprodukt som bäddar för ökad merförsäljning framgent, något som är förknippat med högre marginaler. På kostnadssidan kan SDS utnyttja det faktum att merparten av koncernens organisation är placerad i lågkostnadsländer, i syfte att ersätta delar av Riaktrs personalstyrka, vilket reducerar personalkostnader avsevärt. Med tillgång till ytterligare tio marknader efter förvärvet av Riaktr finns god potential till större uppskalning av volym framgent i takt med att SDS lyckas migrera över tillkommande kunder från Riaktr till SDS:s egna plattform och mjukvara. Då merparten av SDS:s kostnadsbas utgörs av fasta kostnader innebär det att när försäljningen tar fart, möjliggör Bolagets kostnadsstruktur höga rörelsemarginaler, vilket talar för en marginalexpansion för SDS framgent. SDS ämnar kontinuerligt bredda sitt produkterbjudande genom att ständigt leverera ytterligare funktioner till operatörer, vilket gör SDS till ännu mer affärskritiska för sina kunder, varvid långsiktiga relationer kan skapas och bibehållas. Genom att även i större utsträckning övergå till en SaaS-prissättning blir SDS å ena sidan mer beroende av kundens tillväxt, men tillåts å andra sidan samtidigt erhålla en större del av den långsiktiga lönsamheten i affären med kunden. Den mer lönsamma SDS-vertikalen väntas därtill växa i en högre takt än den låglönsamma SDD-vertikalen, vilket på sikt innebär att SDD estimeras utgöra en successivt mindre andel av koncernens totala intäkter, vilket i sin tur mynnar ut i en högre EBITDA-marginal på koncernnivå. Med fortsatt innovationsarbete och ökad fokus på merförsäljning, i kombinationen med ökad försäljning, förväntar sig Analyst Group att SDS kan stärka EBITDA-marginalen framgent.

**VID STÖRRE
VOLYMER
MÖJLIGGÖRS
ÖKAD
LÖNSAMHET**

EBITDA-marginalen väntas stärkas under prognosperioden.

Estimerad Nettoomsättning, EBITDA samt EBITDA-marginal



Källa: Analyst Group prognoser

VÄRDERING

Värderingen av SDS görs på koncernnivå, vilket innebär att värderingen tar avstamp från hur den finansiella profilen och de strategiska förutsättningar ser ut för koncernen som helhet. För att ge värderingen perspektiv görs en jämförelse med en peer-grupp inom branschen. Även om produkt och marknad skiljer sig något, finns likheter mellan företagen och SDS avseende produkt erbjudande, adresserbar marknad, tillväxtutsikter, intäktmodell, marginaler och till viss del kapitalstruktur.



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

Peers i siffror

-28,5 %

Omsättningstillväxt

10,8 %

EBITDA-marginal



Eagle Eye Solutions plc – Är ett SaaS-bolag verksamma inom marknadsföring, validering och inlösning av digitala kampanjer i realtid inom diverse segment för FMCG-industrin. Bolagets mjukvaruplattform möjliggör integrering av alla existerande Point Of Sales (POS) - system och skapar digitala erbjudanden, belöningar och kuponger som sedan levereras till kund per mejl, SMS eller via en lojalitetsapp för en direkt inlösning. Plattformen fångar in data från konsumenternas aktivitet i realtid för att utvärdera kampanjens prestation, så att kunden kan justera innehållet i syfte att öka optimeringen av kampanjen.

11,6 %

Omsättningstillväxt

17,7 %

EBITDA-marginal



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

31,1 %

Omsättningstillväxt

6,6 %

EBITDA-marginal



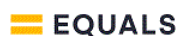
Universe Group plc – Är ett brittiskt Fintech bolag som designar, utvecklar, installerar och supportar Point Of Sale, betal- och lojalitetslösningar samt system i över 5000 detaljhandelsbutiker, och hanterar över 15 miljarder transaktioner varje år genom bolagets datacenters. Bolagets lösningar kommer i form av hårdvara, mjukvara och tillkommande tjänster. Bolagets system, HTEC Solutions, är en "one-stop-shop" som tillhandahåller en stort utbud av produkter och lösningar som hjälper detaljhandelsbutiker att stärka sina vinster genom att öka merförsäljning, kundlojalitet och kundaktivitet i butik på ett mer kostnadsreducerande och effektivt sätt.

-12,0 %

Omsättningstillväxt

12,6 %

EBITDA-marginal



Equal Group Plc – Erbjuder FX-betalningslösningar genom förbetalda valuta-, resekort samt utlandsbetalningar, där utländsk valuta säljs via bolagets molnbaserade IT-plattform. Bolagets plattform möjliggör således Peer-to-Peer betalningar där privat- såväl som företagskunder b.l.a. kan göra betalningar i olika valutor samt länder.

-6,4 %

Omsättningstillväxt

4,0 %

EBITDA-marginal

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

12R	SDS	Keyware Technologies NV	Eagle Eye Solutions plc	HiPay Group SA	Universe Group plc	Equals Group plc	Genomsnitt, peers
Nettoomsättningstillväxt år 2020	28,99%	-28,50%	20,63%	31,10%	-11,83%	-6,40%	1,00%
Nettoomsättningstillväxt YoY	-8,76%	-28,50%	11,60%	31,10%	-12,00%	-6,40%	-0,84%
EBITDA-marginal	19,83%	10,80%	17,70%	6,60%	12,60%	4,01%	11,93%
EBITDA-tillväxt år 2020	107,39%	-30,70%	359,10%	869,05%	-50,13%	-79,12%	213,64%
EBITDA-tillväxt YoY	29,29%	-30,70%	159,40%	363,00%	144,40%	-79,12%	111,40%
Soliditet	31,04%	73,00%	31,00%	21,00%	62,00%	61,00%	49,60%
Nettoskuld/EBITDA	2,97	0,90	0,00	4,00	1,90	1,05	1,57
Skuldsättningsgrad	3,22	0,40	2,20	3,70	0,60	0,6	1,73
Omsättningshastighet	0,67	0,30	1,50	0,30	0,50	0,40	0,60
EV/EBITDA	11,11	16,10	37,10	29,80	7,50	70,62	32,22
EV/S	2,20	1,70	6,60	1,90	0,95	2,70	2,77
P/S	1,61	1,60	6,60	1,50	0,70	2,80	2,64
Marknadsvärde	436	215	1 422	777	143	829	677

VÄRDERING

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

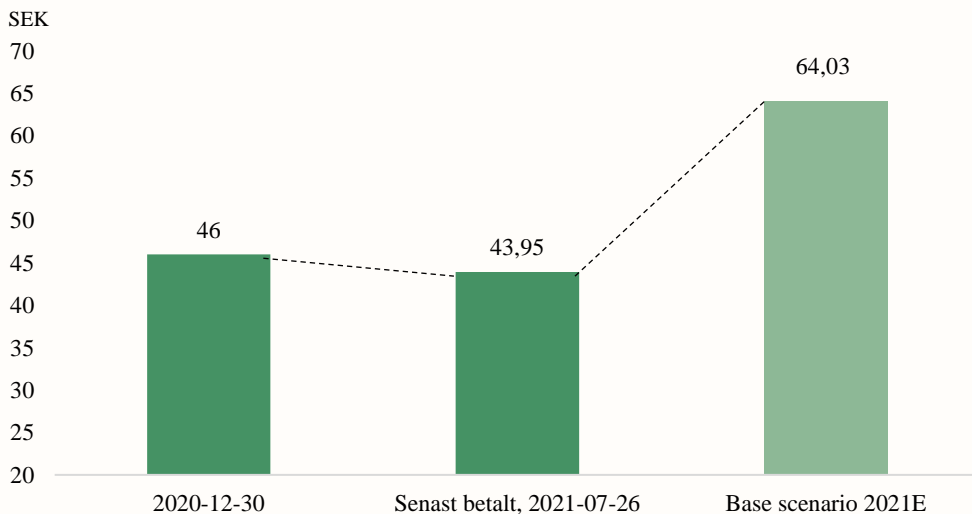
SDS är, ställt mot genomsnittet, ett mindre bolag varför en är värderingsrabatt motiverad. Vidare är även SDS högre skuldsatt än jämförelsebolagen på aggregerad nivå, vilket således motiverar en rabatt i relation till jämförelsebolagen. SDS växte å andra sidan under 2020 i en högre takt jämfört med jämförelsebolagen samt har en högre EBITDA-marginal vilket bör premieras. Den lägre omsättningstillväxten som uppvisats rullande tolv månader kan förklaras av ett svagare H1-21, som vi anser snarare rör sig om ett ”hack i kurvan”, där flera operativa pusselbitar har fallit på plats senaste tiden som bäddar för att starkare organisk tillväxt kommande kvartal. SDS har en omsättningshastighet som överstiger jämförelsebolagen på aggregerad nivå, vilket bör ses som positivt då det sänker den operationella såväl som likviditetsmässiga risken något, samtidigt som Bolagets kapital tillåts användas mer flexibelt och därtill möjliggör för SDS att vara mer snabbfotade avseende potentiella investeringsmöjligheter i en större utsträckning. SDS estimeras vidare visa en omsättningstillväxt under åren 2021-2023 i linje med jämförelsebolagen men med en lägre EBITDA-tillväxt¹. EBITDA-marginalen estimeras dock vara högre än jämförelsebolagen, men det ska tilläggas att prognoserna saknas för Keyware Technologies och Hipay Group, vilket gör att slutsatser på aggregerad nivå bör tas med försiktighet. Vid jämförelse med Eagle Eye Solutions, går det att konstatera att SDS estimeras växa omsättningen i en lägre årlig takt kommande år och tillika EBITDA-resultatet. Eagle Eye Solutions värderas idag till ca EV/EBITDA 37,1x kontra SDS som värderas till ca 11,7x, men Eagle Eye har haft en betydligt högre tillväxt i EBITDA-resultatet YoY än SDS, som även väntas växa starkare under åren 2021-2023. Med hänsyn till detta, och att Eagle Eye b.l.a. har lägre finansiell risk, verkar primärt i UK och Nordamerika, har betydligt högre andel återkommande intäkter samt är, till marknadsvärdet, ett större bolag, motiveras värderingsgapet bolagen emellan.

Med hänsyn till att SDS är verksamma på marknader som bedöms som mer riskfyllda än jämförelsebolagen, som överlag har intäkter inom Europa, appliceras en EV/EBITDA-multipel om 9x. Givet 2021 års estimerade EBITDA-resultat om 70,6 MSEK, motiveras en aktiekurs om 64 kr i ett Base scenario, vilket samtidigt tar hänsyn till utspädningen i samband med att ett aktieägarlån konverterats till nya aktier vid förvärvet av Riaktr under Q1-21.

64,0 KR
 PER AKTIE
 PÅ 2021
 ÅRS
 PROGNOSE
 (BASE)

Analyst Group ser ett motiverat värde om 64 kr för SDS i ett Base Scenario, givet 2021 års estimerade EBITDA och en applicerad EV/EBITDA om 9x.

Aktiekurs, Base scenario



Källa: Analyst Groups prognoser

¹ Fullständiga prognoser på peers delges i appendix

BULL & BEAR

Bull scenario

SDS verkar på en marknad med god tillväxt, där företag blir allt mer digitala, vilket Covid-19 påskyndat. Systemet ERS 360 möjliggör omfattande besparingar för de adresserade telefonoperatörerna, vilket innebär att SDS tillhandahåller ett i många fall affärskritiskt system. I ett Bull scenario bör SDS, enligt Analyst Groups uppfattning, därav ha möjlighet att höja sina avgifter för bl.a. tilläggsprodukter som Business Intelligence, men även övrig support framgent. Samtidigt väntas Bolagets stärkta produktportfölj, dels med hänsyn till förvärvet av Riaktr, dels genom egen innovation, leda till att Bolaget blir än desto mer framgångsrika i sin merförsäljning än vad som estimeras i ett Base scenario. I ett Bull scenario lyckas SDS sälja fler tilläggstjänster till de kunder som Bolaget vunnit under år 2020 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 sin mjukvara och tjänster på andra relevanta vertikaler inom FMCG (snabbrikliga konsumentvaror), vilket antas bidra ytterligare till omsättningen och lönsamheten, något som inte har tagits hänsyn till i ett Base scenario.

Sammanlagt resulterar ovan gjorda antaganden, givet en målmultipel om EV/EBITDA 10,0x, i ett värde per aktie om ca 81,2 SEK i ett Bull scenario på 2021 års prognos.

Bear scenario

SDS är än idag beroende av engångsintäkter, i form av orders från nya kunder, där 35-40 % av intäkterna är återkommande per dags dato. I ett Bear scenario väntas SDS möta svårigheter att vinna nya orders under 2021 i den volym och kvantitet som uppvisades under 2020. Detta medför att omsättningstillväxten estimeras sjunka under 2021, där SDD väntas utgöra merparten av försäljningstappet, vilket, i kombination med att Riaktr från Q2-21 inkluderas i koncernen, väntas innebära en mindre ökning i EBITDA-marginalen. Detta eftersom SDD driver en lågmarginalverksamhet samt att Riaktr primärt säljer mjukvara, vilket är associerat med högre lönsamhet. För 2021 estimeras en nettoomsättning om 254,4 MSEK med ett EBITDA-resultat om 46,9 MSEK, vilket motsvarar en försämring i *topline* om ca 14 % respektive 6,4 %. Framöver väntas SDS i ett Bear scenario växa 5 % årligen, vilket ungefär är i linje med Afrikas BNP och tillika ökningen av andelen mobiltelefonanvändare inom kontinenten, vilket i princip innebär att SDS i stora drag försvarar sin marknadsandel men inte mycket mer, vilket också estimeras innebära att marginalerna blir stillastående.

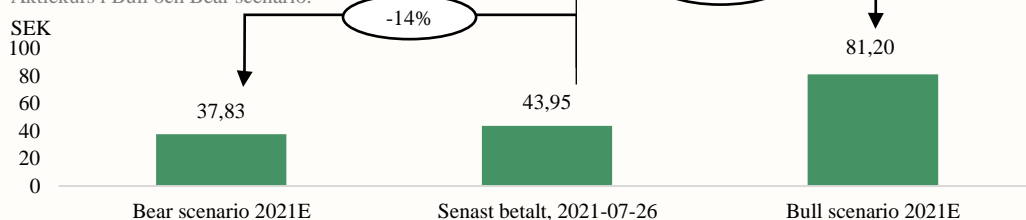
Även om Riaktr är ett mer välskött bolag än tidigare förvärvade bolag som SDS genomfört, ska en integrering ske, som Analyst Group i ett Bear scenario förväntar sig vara associerat med högre kostnader än som estimerats i ett Base scenario. Vidare väntas SDS möta svårigheter att migrera Riaktrs befintliga kunder till sitt egna produkt erbjudande, vilket initialt medför minskad intjäning, där säljarbetet inte ger effekt, vilket leder till en ökad kostnadskostym.

SDS ämnar expandera till andra geografisk regioner, dels i Asien och Sydamerika, men även stärka sitt fotfäste ytterligare i Afrika och Europa. Expansionen till andra marknader estimeras inte bli lika lyckosam som i ett Base scenario, där Bolaget förväntas ha svårigheter att vinna nya kunder som är villiga att byta ut sina befintliga system. Detta förväntas medföra ökade kostnader, i termer av ökade försäljnings- och marknadsinsatser, vilket mynnar ut i försämrade marginaler.

Sammanlagt resulterar ovan gjorda antaganden, given en målmultipel om EV/EBITDA 8,0x, i ett värde per aktie om 37,8 SEK i ett Bear scenario på 2021 års prognos.

Illustration av potentiell värdering i respektive scenario.

Aktiekurs i Bull och Bear scenario.



Analyst Groups prognoser.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

81,2 KR
PER AKTIE
PÅ 2021
ÅRS
PROGNOS
(BULL)

37,8 KR
PER AKTIE
PÅ 2020
ÅRS
PROGNOS
(BEAR)

VD-INTERVJU, TOMMY ERIKSSON



- **Hur skulle du vilja summera första halvåret av 2021 för SDS? Vad blir viktigt för investerare att bevaka under resterande halvår?**

Efter ett svagt första kvartal och även svagt avslut på 2020, så visar vi nu styrkan med SDS team och portfölj av konkurrenskraftiga produkter. Vi tar in två gigantiska marknader hos en av världens stora operatörsgupper. Samtidigt ser vi att antalet avslut i Q2 återgått till höga nivåer och detta ska man förstå som att de befintliga kunderna beställer tilläggfunktioner och licenser som ofta har god marginal. Vi har även gjort ett strategiskt viktigt förvärv av big data och analysföretaget Riaktr, som är specialister inom Telecom där jag ser mer potential för varje gång vi diskuterar. Dessutom har de med sig Orange som kund där relationen rimligen ska ge framtida möjligheter för merförsäljning.

- **Under kvartalet erhöll ni en order för en ny produkt som ni har utvecklat, ”Payment Gateway”, kan du berätta mer om denna och vad har ni för förväntningar på denna produkt framöver?**

Detta är en betal funktion för mobilappar, som vill få möjlighet att betala med vår operatörs mobila plånbok, som även den levereras av SDS. Man kan kanske jämföra med hur vi i Sverige betalar med mobilen via Swish men bankkontot är anslutet till mobiloperatören och inte banken. En intressant vidare diskussion är att vi kopplar vårt bonussystem så att man som konsument samlar poäng från gjorda betalningar. Jag ser även möjlighet att använda detta i andra marknader för att stödja ekosystemen där man betalar med mobilen, till exempel i Jemen.

- **I VD ordet nämner du att SDD:s försäljning fortsätter att påverkas negativt av pandemin som har förändrat konsumenters köpmönster i handeln där färre påfyllningar av kontantkort är ett resultat av det. Hur ser du på dessa trender och tillika SDD:s försäljning framöver?**

SDD har sett en nedgång av försäljningen i centrala lägen i städerna, och den är korrelerad med butikernas övriga försäljningsminskning i just detta segment. Jag kan bara spekulera i varför det är just i städernas centrum nedgången är stor men en yngre befolkning med öppenhet för att handla på nätet ligger ju nära till hands. Sannolikt kommer en del att behålla det nya köpmönstret men att vi kommer att se en delvis återgång när pandemin är över och vissa vanor återgår till vad de var innan pandemin.

- **I andra kvartalet erhöll ni genombrottsorders från Telenorgruppen vilket stärker ert fotfäste ytterligare i Asien. Kan du utveckla vilken potential dessa orders innebär för SDS på längre sikt?**

Kortsiktigt är detta två stora projekt som kommer att arbetas med under de kommande månaderna och det ger en bra bas för de intäkter som vi projektredovisar. Det är stora och komplexa organisationer som kräver en del av vår integrationsexpertis. Framöver kommer förstås den nya relationen att ge oss möjlighet att sälja alla våra produkter till dessa två kunder men vi arbetar även med att skapa relation med övriga potentiella marknader inom gruppen.

- **Riaktrs erhöll en genombrottsorder från en ledande portugisisk operatör avseende Riaktr’s Smart Capex-lösning under Q2-21. Kan du redogöra den strategiska betydelsen av detta och vad kan investerare förvänta sig givet ett lyckat utfall från pilotprojektet.**

SmartCapex från Riaktr är riktigt spännande. Just i Portugal är detta ett pilotprojekt där vi kommer att visa hur mycket vi kan optimera deras 5G-investering jämfört med den metod de hittills använt. Normalt kan vi spara mellan 10% och 20%, vilket blir enorma belopp när det gäller utbyggnad av mobilnätverk. Om kunden går vidare, lägger man en beställning varefter hela kundens investering optimeras och Riaktr får betalt för detta. Sedan tecknar man normalt en återkommande licens och tjänst för att löpande följa upp hur investeringen faller ut och där man gör justeringar utifrån nya förutsättningar och tillväxt. I förlängningen hoppas jag detta ska vara startskottet för att Riaktr blir en naturlig programvara för många fler operatörer i alla deras infrastrukturinvesteringar, 3G, 4G, 5G och fiber. Även om vi är i ett tidigt skede så ser jag att SmartCapex levererar ett enormt affärsvärde samtidigt som Riaktr hittat en fungerande modell för hur detta ska säljas.

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: SDS hemsida.



Tommy Eriksson, CEO

Tommy har varit anställd av SDS sedan 2010, och blev under januari 2018 VD för SDS, där han även tidigare, 2014-2017, varit VD. Tidigare erfarenheter inkluderar AO-chef på Siemens och Smarttrust AB, VD och styrelseordförande i Exformation Care AB, styrelseledamot i Synavos Solutions Pvt Ltd, styrelseledamot och verkställande direktör i The Mollet AB, styrelseledamot i Hugo & Celine AB samt styrelseledamot i andra bolag inom Seamless-koncernen. Tommy har en MSc i Teknisk Fysik från Uppsala universitet.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 241 061 st (2,43 %) och 105 000 teckningsoptioner



Martin Schedin, CFO

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

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



Rutger Reman, CCO

Anställd sedan januari 2020. Rutger Reman arbetade mellan åren 1995 och 2017 för Ericssonkoncernen. Från början av 2003 till slutet av 2017 har Rutger Reman verkat i olika ledande befattningar och varit stationerad utomlands, bland annat som globalt försäljningsansvarig för Ericssons verksamhet mot den Egyptiska telekomgruppen Orascom. Rutger har en civilekonomexamen från handelshögskolan i Göteborg.

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 2 500 st (0,03 %)



Sandipan Mukherjee – COO

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

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

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: SDS hemsida.



Leif Frykman - Styrelseordförande

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

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 0 st



Martin Roos - Styrelseledamot

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

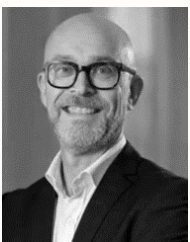
Aktieinnehav (andel av Bolaget): 320 540 st (3,23 %)



Pia Hofstedt- Styrelseledamot

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

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 21 000 st (0,24 %)



Johan Wilsby - Styrelseledamot

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

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 0 st



Morten Karlsen Sörby - Styrelseledamot

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

Aktieinnehav (andel av Bolaget): 0 st

APPENDIX

Prognoser ¹	SDS	Keyware Technologies NV	Eagle Eye Solutions plc	Hipay Group SA	Universe Group plc	Equals Group plc	Genomsnitt, peers
CAGR 2021-2023	17,5%	n.a.	14,0%	n.a.	-12,9%	14,5%	5,2%
EBITDA-tillväxt 2021-2023 (årlig)	15,8%	n.a.	27,5%	n.a.	-59,3%	229,3%	65,8%
EBITDA-marginal							
2020A	16,5%	21,17%	17,7%	n.a.	0,7%	-9,9%	9,2%
2021E	19,5%	n.a.	17,3%	n.a.	8,2%	12,9%	12,8%
2022E	23,0%	n.a.	18,2%	n.a.	n.a.	18,0%	18,2%
2023E	25,6%	n.a.	19,3%	n.a.	n.a.	n.a.	19,3%

¹ Prognoser på jämförelsebolagen är hämtat från Refinitiv Eikon

Base scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	70,5	87,7	245,6	295,6	301,7	354,5	407,6	458,6
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	5,5	2,4	28,1	8,8	10,2	13,2	15,2	17,1
Totala intäkter	76,1	90,1	273,7	304,4	311,8	367,7	422,9	475,7
Handelsvaror	-4,5	-19,0	-131,7	-132,7	-116,2	-136,1	-153,3	-170,1
Bruttoresultat	71,5	71,1	141,9	171,7	195,6	231,6	269,5	305,6
Bruttomarginal	94,0%	78,9%	51,9%	56,4%	62,7%	63,0%	63,7%	64,2%
Övriga externa kostnader	-30,7	-35,1	-41,9	-56,0	-51,1	-58,3	-64,0	-68,5
Personalkostnader	-15,4	-15,6	-34,7	-54,3	-64,2	-74,6	-82,7	-89,6
Övriga rörelsekostnader	-14,4	-9,6	-41,2	-11,3	-9,7	-11,4	-13,1	-13,8
EBITDA	11,0	10,9	24,2	50,1	70,6	87,3	109,7	133,6
EBITDA-marginal	15,6%	12,4%	9,8%	17,0%	23,4%	24,6%	26,9%	29,1%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-9,4	-9,7	-28,7	-31,2	-39,8	-44,7	-49,2
EBIT	3,8	1,5	14,4	21,5	39,4	47,6	65,0	84,5
EBIT-marginal	5,1%	1,7%	5,3%	7,0%	12,6%	12,9%	15,4%	17,8%
Bull scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	70,5	87,7	245,6	295,6	316,5	395,6	474,7	560,1
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	5,5	2,4	28,1	8,8	10,7	14,8	17,7	20,9
Totala intäkter	76,1	90,1	273,7	304,4	327,2	410,3	492,4	581,0
Handelsvaror	-4,5	-19,0	-131,7	-132,7	-116,3	-143,1	-166,1	-191,7
Bruttoresultat	71,5	71,1	141,9	171,7	210,9	267,2	326,3	389,4
Bruttomarginal	94,0%	78,9%	51,9%	56,4%	64,5%	65,1%	66,3%	67,0%
Övriga externa kostnader	-30,7	-35,1	-41,9	-56,0	-54,9	-64,7	-68,1	-74,8
Personalkostnader	-15,4	-15,6	-34,7	-54,3	-65,6	-79,0	-89,1	-99,5
Övriga rörelsekostnader	-14,4	-9,6	-41,2	-11,3	-9,9	-16,3	-17,2	-18,6
EBITDA	11,0	10,9	24,2	50,1	80,6	107,2	151,9	196,5
EBITDA-marginal	15,6%	12,4%	9,8%	17,0%	25,5%	27,1%	32,0%	35,1%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-9,4	-9,7	-28,7	-30,4	-38,9	-43,1	-46,7
EBIT	3,8	1,5	14,4	21,5	50,2	68,3	108,8	149,8
EBIT-marginal	5,1%	1,7%	5,3%	7,0%	15,3%	16,6%	22,1%	25,8%
Bear scenario (MSEK)	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
Nettoomsättning	70,5	87,7	245,6	295,6	254,4	267,1	280,5	294,5
Aktiverat arbete för egen räkning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Övriga rörelseintäkter	5,5	2,4	28,1	8,8	8,4	10,0	10,5	11,0
Totala intäkter	76,1	90,1	273,7	304,4	262,8	277,1	290,9	305,5
Handelsvaror	-4,5	-19,0	-131,7	-132,7	-99,2	-105,3	-109,2	-114,6
Bruttoresultat	71,5	71,1	141,9	171,7	163,5	171,7	181,8	190,9
Bruttomarginal	94,0%	78,9%	51,9%	56,4%	62,2%	62,0%	62,5%	62,5%
Övriga externa kostnader	-30,7	-35,1	-41,9	-56,0	-47,9	-50,9	-52,1	-54,7
Personalkostnader	-15,4	-15,6	-34,7	-54,3	-59,7	-63,3	-67,9	-71,3
Övriga rörelsekostnader	-14,4	-9,6	-41,2	-11,3	-9,1	-9,5	-10,0	-10,2
EBITDA	11,0	10,9	24,2	50,1	46,9	48,0	51,8	54,7
EBITDA-marginal	15,6%	12,4%	9,8%	17,0%	18,4%	18,0%	18,5%	18,6%
Av- och nedskrivningar	-7,2	-9,4	-9,7	-28,7	-29,2	-36,1	-39,3	-42,7
EBIT	3,8	1,5	14,4	21,5	17,7	11,9	12,5	12,0
EBIT-marginal	5,1%	1,7%	5,3%	7,0%	6,7%	4,3%	4,3%	3,9%

DISCLAIMER

Ansvarsbegränsning

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

Intressekonflikter och opartiskhet

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

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

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

Bull and Bear- Rekommendationer

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

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

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

Övrigt

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

Analytiker äger inte aktier i bolaget.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är AG Equity Research AB egendom (© AG Equity Research AB 2014-2021). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.



AG EQUITY RESEARCH AB

Org.nr: 556999-0939 | Mail: info@analystgroup.se
Sturegatan 56 114 36, Stockholm | Bankgatan 1A 223 52, Lund