



Analyst Group

SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS

MOTTAGNA ORDRAR VISAR SIG PÅ SISTA RADEN

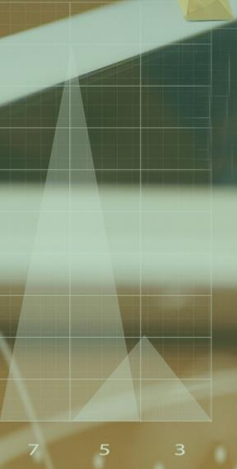
2019-02-25

BULL & BEAR-ANALYS

ANALYTIKER:
VICTOR FORSS



ept. Oct. July. June. Aug. 5



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 en digital plattform vilken presenterar djupgående information och investeringsidéer för att bidra till ökad transparens.

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

Vår filosofi bygger på vår bakgrund som investerare och analytiker.

Vi skriver analyser såsom vi skulle vilja läsa dem.

Vi tycker att det är viktigt med full transparens och är noga med att belysa eventuella intressekonflikter. Dessutom är ersättningen på förhand avtalad och är inte beroende av innehållet i analysen.

Under 2017 har vi utarbetat en ny policy. Läs vår policy [här](#)

INNEHÅLL

Seamless Distribution Systems AB ("SDS" eller "Bolaget") levererar innovativa lösningar för digital distribution av samtalstid och mobil data genom mobiloperatörer, banker och retail i bl.a. Afrika, Mellanöstern, Latinamerika och Asien. SDS erbjuder utöver detta både support och s.k. *managed operations* till sina kunder, där support är Bolagets största intäktskälla. SDS förvärvade nyligen Seamless Digital Distribution AB, som är verksamma inom distribution av elektroniska produkter inom detaljhandeln och bankväsendet i Sverige och Danmark. Bolaget är verksamma i 30 länder och hanterar mer än 5,3 miljarder transaktioner årligen och når över 300 miljoner abonnenter. SDS är noterade på First North Stockholm sedan juli 2017.

Innehållsförteckning

Introduktion	4
Investeringsidé	5
Bolagsbeskrivning	6-7
Marknadsanalys	8
Finansiell prognos	9-12
Värdering	13
Bull & Bear	14-15
VD-intervju, Tommy Eriksson	16
Ledning & styrelse	17-18
Appendix	19
Disclaimer	20



4

Värde drivare

SDS har ett välfungerande system som är affärskritiskt för Bolagets kunder. Affärsmodellen är skalbar och möjliggör goda bruttomarginaler. Nyligen tecknad order i Etiopien förväntas bidra till stabila kassaflöden under en lång period framöver. Bortsett från Etiopien har SDS mottagit flertalet ordrar som estimeras generera långsiktiga intäkter.

1



Historisk Lönsamhet

SDS har en historik av att vara ett lönsamt bolag, men då orderna uteblev under 2017 visade Bolaget endast ett mindre plusresultat. Under Q4-17 och Q1-18 redovisade SDS förluster. Detta visar att verksamheten historiskt har varit känslig för uteblivna avtal. Betyget är dock enbart tillbakablickande och tar inte hänsyn till att Bolaget har genomfört förändringar som har minskat känsligheten.

1



Riskprofil

SDS har visat att verksamheten är känslig för uteblivna avtal. Då cirka 60 % av Bolagets intäkter för närvarande kan anses som återkommande, är Bolaget fortsatt beroende av nya avtal för att minska svängningar i omsättning mellan kvartalen. De ordrar som mottogs i Q4-18 är dock ett bevis på Bolagets förmåga, och en mer stabil intäktsström är att vänta framgent.

4



Ledning & Styrelse

SDS består av ett erfaret team och VD Tommy Eriksson har mångårig erfarenhet från branschen, vilket kan bidra till att utveckla SDS i rätt riktning och undvika fallgropar på vägen. Resterande del av styrelsen är meriterad och har lämpliga kompetenser. Insynsägandet uppgår till 22 %, vilket bidrar till det höga betyget.



5

4

3

2

1

1

2

3

4

5



Analyst Groups betygsättande i form av Bull eller Bear syftar till att förmedla en övergripande betygsskala baserat på vad som framkommit i och med analysen. Betyget är noggrant framtaget ur en process vilket innefattar en omfattande kvalitativ analys samt invägning av flera analytiker. Bull är en metafor för en positiv inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget. Bear är en metafor för en negativ inställning. Beroende på kategori kan betyget baseras på en framåtblickande, bakåtblickande eller en kombination av båda två i förhållande till bolaget.

SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS (SDS)

STARK ORDERBOK VÄNTAS GE UTVÄXLING FRAMGENT



SDS har på kort tid lyckats vända verksamheten från förlust under Q1-18 till vinst under Q4-18. Bolaget erhöll under Q4-18 flertalet större ordrar, där bl.a. ordern i Etiopien anses ha omfattande potential. Med befintliga distributionsavtal, nuvarande orderbok och återkommande intäkter från support, kan omsättningen öka snabbt framgent. Givet den skalbara affärsmodellen estimeras den ökade omsättningen leda till ett EBIT-resultat om 24,0 MSEK 2019E. Baserat på en relativvärdering, härleds ett potentiellt värde per aktie om 34 SEK på 2019 års prognos.

Skalbar affärsmodell möjliggör marginalexpansion

Bolaget har en omfattande sälj- och utvecklingsorganisation med cirka 56 anställda och ytterligare 68 konsulter, vilket medför höga baskostnader. Organisationen är dock placerad i lågkostnadsländer, och vid högre försäljningsvolymerna tillkommer emellertid inga större kostnader. Detta medför en skalbar affärsmodell, och när nya avtal signerats kan vinsten öka snabbt.

Antalet mobilanvändare i Afrika fortsätter öka

GSMA estimerar att cirka 44 % av befolkningen i Afrika äger en mobiltelefon. Detta är lägre än det globala snittet om 66 %. Som ett resultat av bl.a. 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. Detta gynnar SDS då befintliga avtal kan behöva skalas upp.

Avtal i Etiopien har omfattande potential

SDS tecknade under Q4-18 ett avtal på den Etiopiska marknaden med landets monopolaktör, som har cirka 66 miljoner abonnenter. Avtalet innebär besparingar för den etiopiska operatören som uppskattas till cirka 1-2 mdSEK årligen. Avtalet baseras på en intäktsdelningsmodell, där SDS erhåller en procentandel på varje transaktion. Givet den besparing som SDS möjliggör estimeras avtalet vara värt cirka 50 MSEK totalt under 2019 och 2020.

Expansion till nya marknader ses som option

SDS har avtal med MTN, en av världens största operatörer, på nästan samtliga av MTNs marknader. Än så länge finns dock inga avtal på 6 av de 21 marknader som MTN är verksamma. Det bedöms som sannolikt att SDS framgent kommer ha möjlighet att skriva avtal med MTN på, om inte alla, åtminstone två av dessa marknader. Givet en licensmodell kan dessa avtal enligt Analyst Groups uppskattning vara värda cirka 10-15 MSEK initialt.

Förvärv av eProducts möjliggör synergier

SDS förvärvade nyligen eProducts terminaler och IP-rättigheter. Köpeskillingen uppgick till 0,2 MSEK. eProducts hade 2017 en omsättning om 111 MSEK. SDS ambition är att med hjälp av befintlig teknologi effektivisera verksamheten, vilket kan leda till besparingar.

AKTIEKURS | 24,5 kr

VÄRDERINGSINTERVALL 2019 ÅRS PROGNOSE

BEAR 17 kr	BASE 34 kr	BULL 47 kr
----------------------	----------------------	----------------------

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

SEAMLESS DISTRIBUTION SYSTEMS			
Stängningskurs (2019-02-15)	24,5		
Antal Aktier	7 691 343		
Market Cap (MSEK)	179,2		
Nettokassa(-)/skuld(+) (MSEK)	35,5		
Enterprise Value (EV) (MSEK)	214,7		
V.52 prisintervall (SEK)	6,60 – 26,10		
UTVECKLING			
1 månad	+12,5 %		
3 månader	+130,7 %		
1 år	+70,0 %		
YTD	+11,0 %		
HUVUDÄGARE (KÄLLA: MODULAR FINANCE PER 2019-01-31)			
Avanza Pension	15,59 %		
Swedbank Försäkring	7,00 %		
Gunnar Jardelöw	6,50 %		
Tomas Klevbo	5,37 %		
Leif Ove Brandel	3,90 %		
VD OCH ORDFÖRANDE			
Verkställande Direktör	Tommy Eriksson		
Styrelseordförande	Gunnar Jardelöw		
FINANSIELL KALENDER			
Delårsrapport 1 2019	2019-04-17		
PROGNOS (BASE), TSEK			
	2018A	2019E	2020E
Nettoomsättning	90 146	207 215	230 016
<i>Omsättningstillväxt</i>	<i>n.a</i>	151,0 %	11,0 %
EBIT	1 141	23 999	44 040
<i>EBIT-marginal %</i>	1,3 %	11,6 %	19,1 %
Nettoresultat	51	15 842	31 594
<i>Nettomarginal %</i>	0,1 %	7,6 %	13,7 %
P/S	2,2	0,9	0,7
EV/EBIT	neg.	11,2	5,2
P/E	neg.	14,9	6,2

KOMMENTAR Q4-18

Omsättning på All Time High

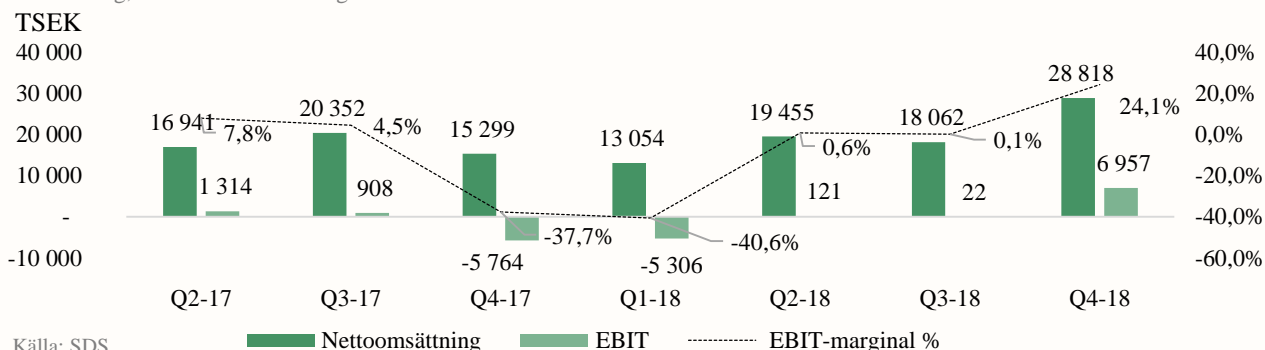
Under det fjärde kvartalet uppgick omsättningen för SDS till cirka 28,8 MSEK, motsvarande en tillväxt om 88,3 % jämfört med samma period 2017. Detta var betydligt högre än estimerade 19,5 MSEK, och är ännu ett bevis på en turn around för SDS. Omsättningen under kvartalet drevs enligt Analyst Groups uppfattning primärt av Bolagets avtal i Nigeria, där förväntansbilden var att en större del av ordervärdet skulle bokföras under Q1, men även orderarna i Sudan och Mellanöstern antas ha varit drivande. SDD, som nyligen förvärvades, bidrog under kvartalet med en omsättning om 10,5 MSEK, trots att SDD integrerades sent i november. Nettoomsättningen för koncernen som helhet uppgick således till cirka 39 MSEK under Q4-18, vilket anses vara starkt.

SDS presenterar ett positivt resultat

Bolaget redovisade, för första gången sedan Q2-17, ett resultat som översteg 1 MSEK. EBIT för perioden uppgick till 7,0 MSEK, vilket var avsevärt bättre än estimerade 0,0 MSEK. Det positiva resultatet bekräftar skalbarheten i Bolagets affärsmodell – omsättningen ökade drygt 88,3 %, medan rörelsekostnaderna ökade med 3,8 % jämfört med samma period 2017. Som helhet var rörelsekostnaderna något högre än estimerat, vilket förmodligen förklaras av att en större del av Nigeria-orderen än estimerat levererades under Q4. Summerat visar Bolaget att kostnadsbasen som helhet kan förbli intakt trots en dubbling i intäkter, vilket bekräftar att SDS, givet en högre omsättningsnivå, kan leverera starka kassaflöden. Enligt Analyst Groups uppfattning är denna rapport således en bekräftelse på att den tuffa perioden vad gäller lönsamhet sannolikt är över.

Majoriteten av omsättningstillväxten landar på sista raden.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal



Framtida förutsättningar

Under kvartalet har SDD integrerats fullt ut i koncernen, och enligt Analyst Groups uppfattning har integrationen varit problemfri. SDD har tidigare kämpat med lönsamheten, men det presenterade resultatet om -27 TSEK indikerar att Bolaget på kort tid kommer lyckas vända SDD, vilket är positivt. Påpekas bör att potentialen i SDD anses vara begränsad, och Analyst Groups förväntansbild är således att SDD kommer bidra med ett mindre, men positivt, kassaflöde under de kommande åren utan någon större tillväxt. VD Tommy Eriksson påpekar vidare att SDS även fortsättningsvis är inriktade på att öka andelen återkommande intäkter, vilket också har bevisats under kvartalet då SDS mottog två order som baseras på en revenue share-modell. Detta ses som positivt - dels innebär det mindre osäkerhet vad gäller intjäningsförmåga mellan kvartal, och dels kan det ligga till grund för en högre värdering.

Avslutande ord

Q4-18 var starkt, och Analyst Groups åsikt är att kvartalet är en indikator på den lönsamhet Bolaget estimeras uppnå under 2019. Vad gäller estimat inför 2019 görs inga omfattande justeringar. Både omsättning och EBIT var under Q4 högre än estimerat, men detta berodde sannolikt på att en större del av ordern i Nigeria än estimerat levererades under kvartalet, och är således inget som ligger till grund för en upprevidering av estimaten. Till kursen 24,5 kr värderas SDS till EV/EBIT 9,7x på 2019 års estimat, vilket är att anse som lågt. SDS har på kort tid lyckats vända resultatet och är nu återigen lönsamma, och givet att Bolaget fortsättningsvis lyckas kapitalisera på rådande positiva momentum bör SDS ha möjligheter att under det kommande året presentera omfattande vinsttillväxt. I ett sådant scenario bedömer Analyst Group att det finns fortsatt uppsida i SDS.

INVESTERINGSIDÉ

SDS har på kort tid lyckats vända verksamheten från förlust under Q1-18 till vinst under Q4-18. Bolaget har erhållit under Q4-18 flertalet större orderar, där bl.a. ordern i Etiopien anses ha omfattande potential. Med befintliga distributionsavtal, nuvarande orderbok och återkommande intäkter från support, kan omsättningen öka snabbt framgent. Givet den skalbara affärsmodellen estimeras den ökade omsättningen leda till ett EBIT-resultat om 24,0 MSEK 2019E. Baserat på en relativvärdering, härleds ett potentiellt värde per aktie om 34 SEK på 2019 års prognos.

Skalbar affärsmodell möjliggör marginalexpansion

Bolaget har en omfattande sälj- och utvecklingsorganisation med cirka 56 anställda och ytterligare 68 konsulter, vilket medför höga baskostnader. Organisationen är dock placerad i lågkostnadsländer, och vid högre försäljningsvolymerna tillkommer emellertid inga större kostnader. Med anledning av detta präglas verksamheten av höga bruttomarginaler, (cirka 70-75%). Detta medför en skalbar affärsmodell, och när nya avtal signeras kan vinsten öka snabbt. Summerat estimeras en EBIT-marginal för SDS om cirka 18 % 2019E och 31 % 2020E.

Antalet mobilanvändare i Afrika fortsätter öka

GSMA estimerar att cirka 44 % av befolkningen i Afrika äger en mobiltelefon. Detta är lägre än det globala snittet om 66 %. Som ett resultat av bl.a. 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 34 % 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.

Avtal i Etiopien har omfattande potential

SDS tecknade under Q4-18 ett avtal på den Etiopiska marknaden med landets monopolaktör. För tillfället använder sig den etiopiska aktören enbart av s.k. *scratch cards*, som är ett värdebevis där kunden köper ett kort, liknande en trisslott, där ett nummer skrapas fram som används till att fylla på samtalstid. Scratch cards-modellen medför höga kostnader för operatörerna i form av tillverkning och distribution. Cirka 3,6 miljarder scratch cards används i Etiopien årligen, och SDS digitala lösning medför således besparingar som uppskattas till 1-2 mdSEK årligen för telefonoperatören. Avtalet baseras på en intäktsdelningsmodell, där SDS erhåller en procentandel på varje transaktion. Givet den besparing som SDS möjliggör estimeras avtalet vara värt cirka 50 MSEK under 2019 och 2020, men det bör påpekas att den enda begränsande faktorn är anpassningen från analog till digitalt distribution.

Expansion till nya marknader ses som option

SDS har avtal med MTN, en av världens största operatörer, på nästan samtliga av MTNs marknader. Än så länge finns dock inga avtal i bl.a. Sydafrika, Uganda, Kamerun och Swaziland som alla är omfattande marknader. Det bedöms som sannolikt att SDS framgent kommer ha möjlighet att skriva avtal med MTN på, om inte alla, åtminstone två av dessa marknader. Givet en licensmodell kan dessa avtal enligt Analyst Groups uppskattning vara värda cirka 10-15 MSEK initialt, medan en intäktsdelningsmodell kan bidra till ett högre värde.

Prognos och värdering

SDS har ingått flera distributions- och partneravtal under 2018, och orderboken för 2018 summeras till cirka 42 MSEK. Påpekas bör att orderboken endast visar initialt ordervärde på större orderar, och intäkter för support, revshare och tilläggstjänster estimeras tillkomma framgent. Om SDS snabbt kan öka andelen transaktioner som genomförs via *ERS360* i Etiopien, kan omsättningen, och således resultatet, stiga snabbt. I ett Base scenario prognostiseras SDS och SDD omsätta cirka 202 MSEK 2019E med ett EBIT-resultat om 24 MSEK. Baserat på en målmultipel om EV/EBIT 16x på 2019 års estimat, härledd från en relativvärdering, erhålls ett värde per aktie om 34 SEK på 2019 års prognos.

Förvärv av eProducts möjliggör synergier

SDS förvärvade i oktober 2018 eProducts terminaler och IP-rättigheter. Köpeskillingen uppgick till 0,2 MSEK. eProducts hade 2017 en omsättning om 115 MSEK. Teknologin som f.d. eProducts använder i Sverige är i vissa aspekter gammeldags i relation till den teknologi som SDS använder i Afrika. Bolagets ambition är således att med hjälp av befintlig teknologi effektivisera verksamheten, vilket kan leda till omfattande besparingar.

DEN LÅNGSIKTIGA
AFFÄRSMODELLEN
INNEBÄR HÖG
MARGINAL

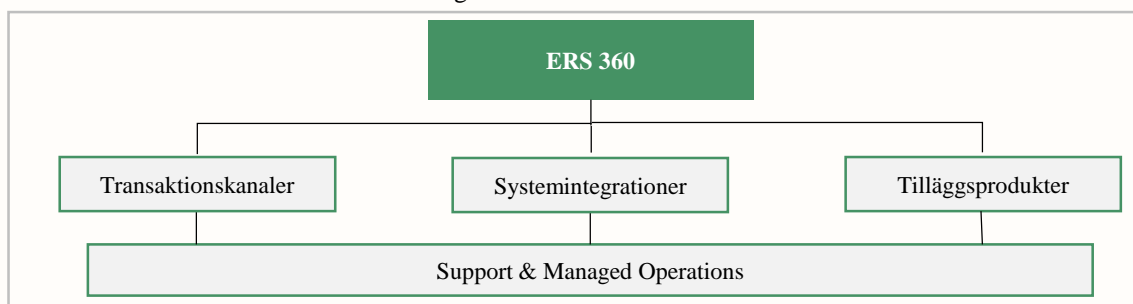
SDS HAR
TECKNAT FLERA
STORA KUNDER

+200 MSEK
OMSÄTTNING
2019E HELÅR

BOLAGSBESKRIVNING - SDS

Primär produktportfölj

Bolagets transaktionsplattform, ERS360, hanterar end-to-end-lösningar för att elektroniskt distribuera samtalstid och andra elektroniska produkter genom olika transaktionskanaler som kommunicerar med systemet via framförallt mobiltelefoner. Rent praktiskt innebär detta att telefonoperatörernas återförsäljare distribuerar samtalstid genom att med hjälp av sin mobiltelefon skicka samtalstid till kunder. Detta kan göras på tre sätt: Genom telefonoperatörernas egna försäljare, genom banker och genom detaljhandelskedjor såsom t.ex. 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.



Ett exempel på ovan nämnda tilläggsprodukter är Bolagets nylanserade tjänst 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, vilket innebär att SDS kunder baserat på datan får möjlighet att optimera försäljningen.

Intäktsmodell

- **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.
- **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:** 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.

Kostnadsdrivare

SDS 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 samtidigt välutvecklad och vid ökade försäljningsvolymerna kan endast mindre kostnader antas tillkomma, däribland materialkostnader, vilket resulterar i höga bruttomarginaler.

Strategiska utmaningar

Bolaget är verksamma på en trögriklig marknad där scratch cards har varit det dominerande tillvägagångssättet under en längre period. Trots att SDS system medför betydande direkta fördelar för operatörerna innebär en övergång till SDS en förändring, varför det är essentiellt att SDS är framgångsrika i sitt säljarbete framgent. Utöver detta står SDS största kund, MTN Group, för en majoritet av omsättningen, vilket medför en, enligt Analyst Groups uppfattning, större risk. För att uppnå högre stabilitet i omsättningen kan Bolaget därav gynnas av att minska denna andel framgent, vilket medför en strategisk utmaning.

SAAS-
MODELL
GÖR ATT
SDS KAN
SKALA UPP
SNABBT

BOLAGSBESKRIVNING - SDD

SDS förvärvade nyligen eProducts terminaler och IP-rättigheter. Köpeskillingen uppgick till 0,2 MSEK och under 2017 uppgick eProducts, som framgent kallas Seamless Digital Distribution (SDD) omsättning i Sverige till cirka 111 MSEK med ett EBIT-resultat om -7,5 MSEK. Verksamheten kommer framgent att särredovisas som ett enskilt dotterbolag till SDS, vid namn Seamless Digital Distribution AB (SDD).

Primär produktportfölj

SDD är verksam inom distribution av elektroniska produkter inom detaljhandeln och bankväsendet. Erbjudandet innehåller bl.a. påfyllning av samtalstid, elektroniska kuponger och elektroniska presentkort. 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 SDDs *eVoucher*, ett elektroniskt värdebevis som butiken genom kassasystemet kan skicka direkt till kunden. Ett annat exempel är SDDs *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.



Kostnadsdrivare

SDD bedriver, till skillnad från SDS, en lågmarginalverksamhet där materialkostnaderna är höga. Detta är ett resultat av att Bolaget distribuerar stora mängder värdebevis, t.ex. *paysafecard*. Bruttomarginalen har sedan 2015 med anledning av detta varierat mellan cirka 1,0 % och 4,5 %. SDD har historiskt suttit i oförmånliga avtal som missgynnat bolaget, vilket har resulterat i förluster. SDD hoppas dock ha möjlighet att omförhandla befintliga avtal i syfte att höja bruttomarginalen. När förvärvet slutfördes fick endast två av sex anställda på SDD möjlighet att följa med, varför personalkostnaderna kan antas minska markant framgent.

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 förmodligen också avgörande att SDD lyckas förhandla om vissa befintliga avtal i syfte att uppnå en högre bruttomarginal. Analyst Group bedömer att möjligheten att förhandla om dessa avtal är förhållandevis hög. Detta eftersom SDD i vissa fall tillhandahåller tjänster som bidrar till merförsäljning, vilket innebär att det kan bli kostsamt för kunderna om SDDs verksamhet upphör. Dessutom har SDDs största konkurrent, Goyada, finansiella problem, vilket kan gynna SDD. Spekulationer kring att marknads största aktör försvinner kan bidra till att kunderna får förståelse för situationen och reflekterar över vad som kan ske i en situation då ingen tillhandahåller dessa tjänster, vilket kan bidra till att SDDs förhandlingsposition förbättras. Dessutom kan en eventuell konkurs av Goyada leda till att SDS hamnar i en bättre position på marknaden och därav ges möjlighet att ta över vissa av Goyadas befintliga avtal.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

MARKNADSANALYS

SDS är verksamma i länder där BNP per capita ofta hör till de lägsta i världen. Dessa marknader upplever samtidigt förhållandevis hög tillväxt på flera håll, där bland annat teknologisk utveckling ligger till grund för tillväxten. Fyra exempel på trender som förväntas driva marknaden för kontantkort är:



Hög andel kontantkort gynnar SDS

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 kontantkortspenetration om 88 %. I genomsnitt är graden av kontantkortsanvändning 96 % 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 medelfristig sikt finns inga större indikationer på att detta kommer ändras, vilket gynnar SDS, eftersom affärsmodellen är baserad på intäkter från kontantkort.

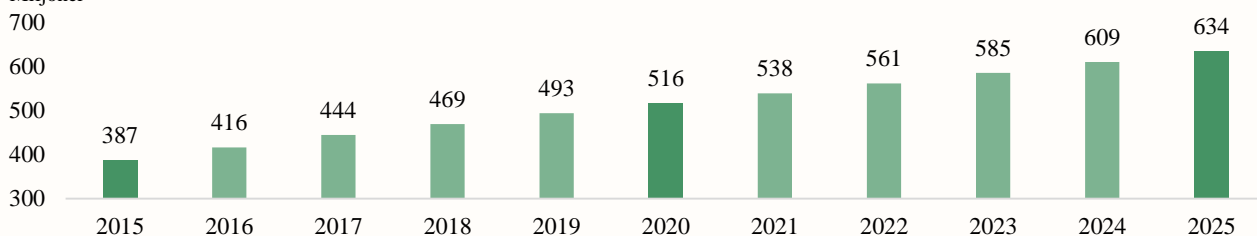
Låg andel människor med mobiltelefon

I Afrika estimeras att cirka 44 % av möjliga konsumenter hade en mobiltelefon under 2015. 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 2017-2025 estimeras antalet mobiltelefonkonsumenter öka med en CAGR om 4,6 %, från 516 miljoner till 634 miljoner människor. Marknadspenetreringen estimeras under samma period stiga till cirka 52%.

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

Antal mobilanvändare, Afrika, 2015-2025

Miljoner



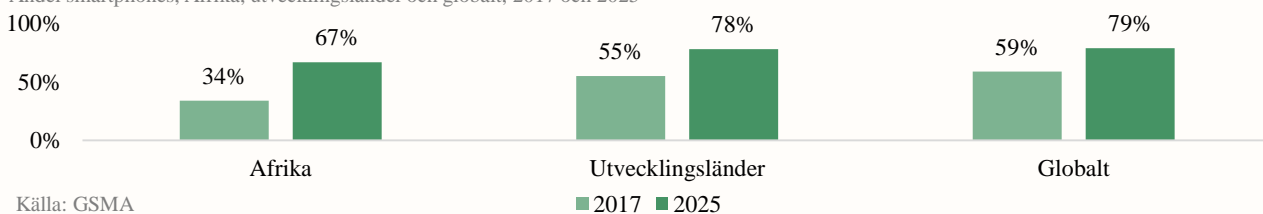
Källa: GSMA

Högre andel smartphones förväntas driva datatrafik

Andelen smartphones är, precis som mobilpenetrationen, låg i Afrika. Under 2017 härstammade 34 % alla mobiltelefonanslutningar i Afrika från smartphones. Detta är att jämföra med det globala snittet om 59 %. Denna andel förväntas emellertid öka framgent, drivet av teknologisk utveckling som möjliggör billigare smartphones. Summerat estimeras andelen smartphones i Afrika nästan dubblas fram till 2025, till en nivå om 67 %. Eftersom smartphones möjliggör 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, 2017 och 2025



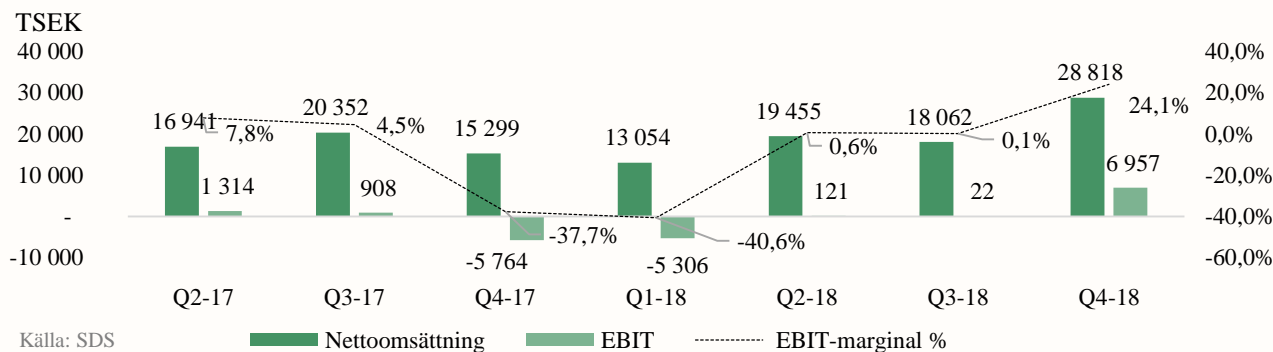
Källa: GSMA

FINANSIELL PROGNOSES

SDS i dess nuvarande form knoppades av från Invuo under 2017, men Bolaget agerade även innan dess som fristående. SDS har en lång historik som ett lönsamt företag, men under 2017 hade Bolaget problem med att attrahera nya kunder, varför omsättningen sjönk från 97 MSEK 2016 till 76 MSEK 2017. Under 2018 har SDS emellertid på kort tid lyckats vända den nedåtgående trenden och signerat flera större avtal och under Q4-18 nådde Bolaget återigen lönsamhet, vilka bevisar att 2017 förmodligen var ett undantagsår. Per Q4-18 uppgår tolv månader rullande omsättning till 87,7 MSEK.

SDS har under de senaste kvartalen visat en varierande omsättning och rörelsemarginal, vilket delvis kan förklaras av att Bolaget är beroende av nya avtal, men också av bl.a. problem i den indiska organisationen som nu är åtgärdade.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal, Q2-17 – Q4-18



Källa: SDS

Framgent förväntas SDS öka omsättningen primärt genom dels organisk tillväxt inom befintliga affärer, dels genom nya avtal på nya marknader. Även intäkter och kostnader från förvärvet av SDD är med i gjorda prognoser, dessa redovisas separat. SDS har inte uttalat någon förvärvsstrategi, varför inga sådana intäkter inkluderas i gjorda prognoser.

Seamless Distribution Systems - omsättningsprognos 2019 och 2020

För 2019 och 2020 antas en organisk helårstillväxt om ca 47 % respektive 24 %, vilket motiveras av marknadens generella tillväxt, nuvarande orderstock, uppskalning av tidigare ordrar samt nya tillkommande affärer.

Under 2018 har SDS annonserat att de mottagit ordrar till ett värde om initialt 42,2 MSEK. Uppskattningsvis har fem av dessa ordrar levererats under perioden Q2-Q4 2018, vilket innebär att en större del av det initiala ordervärdet är bokad. Alla genomförda uppdrag inbringar dock en intäkt i form av support eller managed operations, som vanligtvis börjar generera intäkter sex till tolv månader efter initial order. Vidare är det vanligt att kunder efter ett till två år köper tilläggstjänster från SDS, där värdet enligt vad Analyst Group erfar ofta är nära det initiala ordervärdet. Under Q4-18 annonserades flertalet ordrar, där framförallt ordern från Etiopiska Ethio Telecom sticker ut. Avtalet är baserat på en revenue share-modell, där SDS intäkter från affären enbart begränsas av hur lång tid övergången från scratch cards till elektronisk distribution tar. Givet en penetration om 3 % 2019E, som därefter ökar till 11 % 2020E, estimeras ordern i Etiopien inbringa intäkter om cirka 13 MSEK 2019E och 35 MSEK 2020E. Resterande del av mottagna ordrar där samtliga, förutom ordern i mellanöstern, är licensbaserade, förväntas levereras mellan Q1-19 och Q2-19. Med befintliga och potentiellt tillkommande orders ser orderboken intressant ut och underbygger gjord prognos om fortsatt tillväxt.

SDS har en förhållandevis hög del återkommande intäkter (60 % under Q3-18), men då resterande del av Bolagets omsättning är beroende av nya ordrar, alternativt tilläggsförsäljning, fluktuerar försäljningen förhållandevis mycket från kvartal till kvartal. Denna variation antas dock minska för

Orderbok – 2018 (TSEK)	Initialt värde	Intäktsmodell	Uppskattat värde 2018-2020
Afrika	3 000	Licens	6 600
Östafrika	4 500	Licens	9 700
Etiopien	5 000	Intäktsdelning	67 300
Mellanöstern	2 000	Intäktsdelning	4 000
Sudan	2 700	Licens	5 600
Nigeria	20 000	Licens	42 500
Rwanda	5 000	Licens	10 200
Summa	42 200		145 900

ORDER-
BOKEN SER
INTRESSANT
UT INFÖR
2019

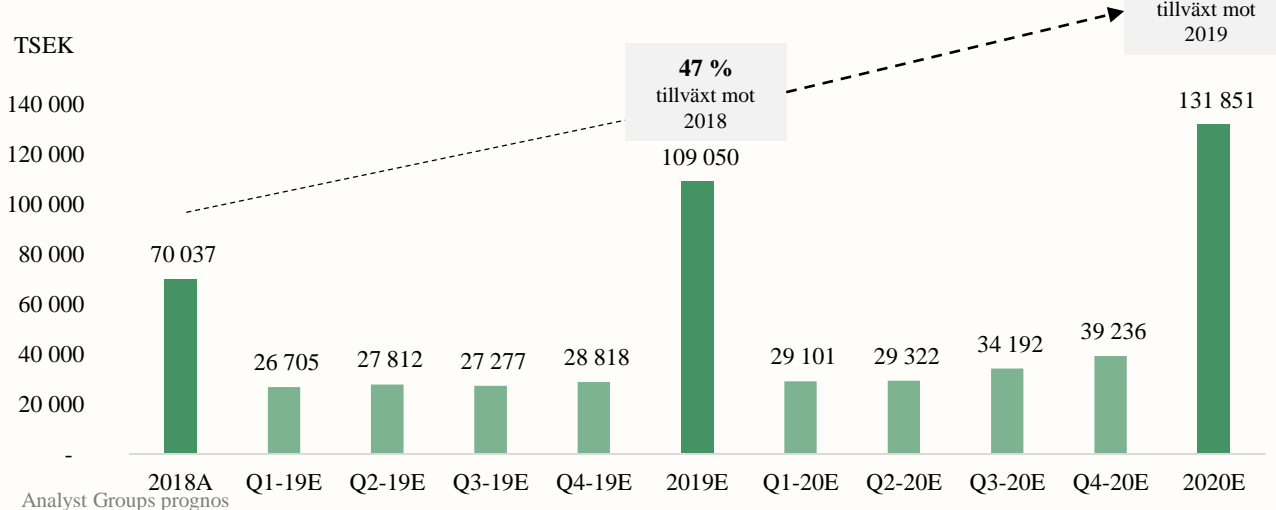
FINANSIELL PROGNOSS

Utöver redan kommunicerade ordrar återfinns även möjligheten att SDS expanderar till nya marknader. Bolagets största kund, MTN, står för tillfället för en majoritet av omsättningen. Detta kan initialt tolkas som en stor risk. Påpekas bör dock att MTN är uppbyggt med separata kontor för varje land, där beslutsfattandet är decentraliserat. Detta medför att om en MTN-kund skulle säga upp sitt avtal anses det som en isolerad händelse som inte nödvändigtvis får någon påverkan på andra MTN-kontor. Fördelen med att SDS och MTN har ett nära samarbete är att SDS goda rykte kan bidra till att Bolaget har möjlighet att expandera till nya marknader där MTN är verksamma. De marknader som identifieras som kandidater är bl.a. Sydafrika, Uganda Kamerun och Swaziland. I ett Base scenario bedöms det som sannolikt att SDS kommer expandera till åtminstone två av dessa marknader under de kommande två åren. Beräknat på storlek på tidigare ordrar i relation till antal abonnenter, uppskattas ett initialt ordervärde om cirka 13 MSEK. Påpekas bör att SDS utöver sin Afrika-verksamhet även är verksamma i bl.a. Asien och Latinamerika, där Bolaget i t.ex. Thailand distribuerar samtalstid genom 7-elevens kassasystem, och även dessa marknader anses ha omfattande tillväxtpotential framgent.

För 2019 och 2020 antas således följande fördelning av omsättningen:

Under 2020 förväntas omsättningen stiga från kvartal till kvartal med anledning av avtalet i Etiopien.

Omsättning, kvartalsbasis, 2018-2020E



Seamless Digital Distribution – omsättningsprognos 2019 och 2020

Nyförvärvade SDD har under de senaste åren sett sjunkande omsättning. Detta är i huvudsak ett resultat av att SDD har fokuserat på att nå lönsamhet och därav sagt upp olönsamma avtal. Bolagets mål inför 2019 är att bibehålla samma omsättning som under 2018. Med hänsyn till att den senaste tillgängliga datan vad gäller SDDs finansiella utveckling, bortsett från en kort period under Q4-18, är från 2017 måste först en uppskattning gällande försäljningen för helåret 2018 göras. Baserat på att SDD under 2017 hade ett EBIT-resultat om -7,5 MSEK anses det rimligt att anta att SDD under 2018 har fortsatt att säga upp olönsamma avtal, varför en negativ försäljningsutveckling under 2018E anses mest rimlig. Under Q4-18 uppgick SDDs omsättning till cirka 10,5 MSEK, men förvärvet integrerades först under andra halvan av november. Justerat för detta uppskattas omsättningen under kvartalet till cirka 24 MSEK, och för helåret 2018 till cirka 100 MSEK.

OLÖNSAMMA AVTAL HÄMMAR FÖRSÄLJNINGEN PÅ KORT SIKT

Givet att SDD under 2018 har fortsatt att fokusera på att säga upp icke-lönsamma avtal och därav vid slutet av 2018 till stor del endast har lönsamma avtal kvar, vilket bedöms som sannolikt, bör SDD ha förutsättningar att i befintliga avtal behålla samma omsättning som tidigare år. Det är dock förmodligen så att SDD fortsatt sitter i vissa icke-lönsamma avtal och för helåret 2019E antas därav en negativ försäljningsutveckling om -2 %. För helåret 2020E antas SDD ha gjort alla nödvändiga förändringar för att kunna bedriva en lönsam verksamhet, och försäljningen antas därav vara oförändrad under 2020E.

FINANSIELL PROGNOSS

Seamless Distribution Systems - Brutto-och rörelsekostnader 2019 och 2020

**~70 %
BRUTTO-
MARGINAL**

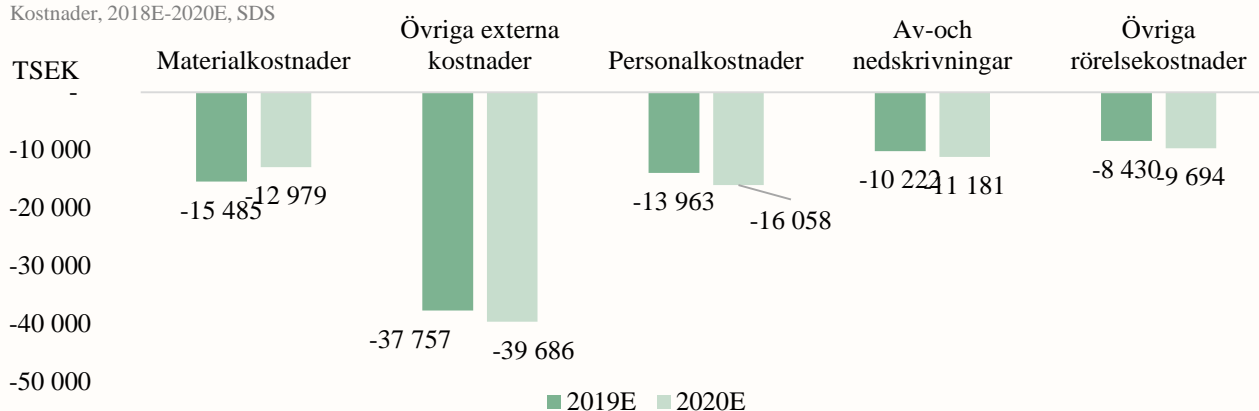
Vid försäljning av ERS 360 återfinns kostnader för hårdvara, dessa benämns materialkostnader i Bolagets redovisning. Dessa kostnader är höga vid nya ordrar, då Bolaget måste leverera nödvändig teknologi till ett stort antal människor. Detta medför att bruttomarginalen vid nyförsäljning uppskattas till cirka 70 %. Materialkostnaden, som till stor del består av kostnader för installation av hårdvara, är för närvarande på förhållandevis höga nivåer med anledning av de ordrar SDS mottagit och levererat i år. Bolaget ska dock leverera flertalet ordrar under 2019, varför materialkostnaderna estimeras öka något under 2019E, till en nivå om 15,5 MSEK, för att därefter sjunka under 2020 till en nivå om 13,0 MSEK, som ett resultat av lägre estimerad nyförsäljning. Nödvändigt att poängtera vad gäller materialkostnader är att ordern i Etiopien är den första av sitt slag, och materialkostnadernas utveckling i Etiopien anses vara beroende av i vilken utsträckning Ethio Telecom väljer att behålla *scratch cards*-systemet. Givet en situation då Ethio Telecom bestämmer sig för att använda SDS lösning fullt ut kan materialkostnaderna stiga över presenterade estimat.

SDS största kostnad är kostnader för personal. Dessa kostnader återfinns delvis i posten personalkostnader, men även posten "övriga externa kostnader" består till stor del av kostnader för konsulter som arbetar inom SDS. Personalkostnaderna har hittills i år nästintill halverats, medan konsultkostnaderna minskat något. Framgent estimeras personalkostnaderna och konsultkostnaderna öka något, som ett resultat av att Bolaget antas ha ett visst behov av fler anställda inom sälj-och utvecklingsorganisationen. Summerat estimeras personalkostnaderna uppgå till 14,0 MSEK 2019E och 16,0 MSEK 2020E. Även konsultkostnaderna förväntas öka något under perioden.

Nedan presenteras gjorda estimat för kostnadsutvecklingen på årsbasis för perioden 2018-2020.

Kostnaderna förväntas öka mindre än omsättningen framgent.

Kostnader, 2018E-2020E, SDS



Analyst Groups prognos

Seamless Digital Distribution - Brutto-och rörelsekostnader 2019 och 2020

Nyförvärvade SDD har omfattande kostnader för produktion och distribution av material. 2017 var materialkostnaderna som andel av omsättningen cirka 98,5 %, vilket resulterade i en bruttomarginal om cirka 1,5 %. Denna bruttomarginal är dock inte långsiktigt hållbar, och baserat på att SDD sagt upp icke-lönsamma avtal estimeras bruttomarginalen öka framgent. Under 2019E estimeras en bruttomarginal om 4,0 %, och under 2020E estimeras bruttomarginalen stiga till 5,0 %, drivet av uppsägning och omförhandling av befintliga lågmarginalavtal.

Utöver bruttokostnader har SDD inga större kostnadsposter. Personalkostnaderna har tidigare varit Bolagets största rörelsekostnad, men med anledning av att Bolaget sagt upp fyra av sex anställda estimeras personalkostnaderna minska till en nivå om -1,2 MSEK 2019E, från en nivå om -4,2 MSEK 2017A. Under 2020E estimeras samma nivå som under 2019E. SDDs övriga externa kostnader, som innehåller kostnader för bl.a. lokalhyra, estimeras minska framgent. Detta är ett resultat av att SDD nu delar kontor med SDS, kombinerat med att SDD har minskat antalet anställda, varför kontorskostnader och kostnader för andra förnödenheter estimeras minska. Summerat estimeras de övriga externa kostnaderna minska till en nivå om -1,5 MSEK under 2019E för att därefter stanna på samma nivå under 2020E.

FINANSIELL PROGNOSS

Följande sektion summerar gjorda prognoser på kvartals- och årsbasis mellan 2019 och 2020. Notera att SDS och SDD särredovisas, för att därefter konsolideras i slutet av denna sida.

Seamless Distribution Systems AB (SDS) - prognos

MSEK	Q1-19E	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E
Nettoomsättning	26,7	27,8	27,3	27,3	109,0	29,1	29,3	34,2	39,2	131,9
Övriga rörelseintäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa rörelseintäkter	26,7	27,8	27,3	27,3	109,0	29,1	29,3	34,2	39,2	131,9
Rörelsekostnader										
Materialkostnader	-3,8	-4,3	-3,2	-4,2	-15,5	-3,9	-2,7	-3,2	-3,2	-13,0
Övriga externa kostnader	-9,4	-9,4	-9,4	-9,4	-37,8	-9,9	-9,9	-9,9	-9,9	-39,7
Personalkostnader	-3,1	-3,4	-3,7	-3,7	-14,0	-3,8	-4,1	-4,1	-4,1	-16,1
Av- och nedskrivningar	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-10,2	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-11,2
Övriga rörelsekostnader	-1,9	-2,1	-2,2	-2,2	-8,4	-2,3	-2,5	-2,5	-2,5	-9,7
Summa rörelsekostnader	-20,8	-21,7	-21,1	-22,2	-85,9	-22,6	-21,9	-22,5	-22,6	-89,6
EBIT	5,9	6,1	6,2	5,0	23,2	6,5	7,4	11,7	16,6	42,3
Finansiella poster										
Finansiella intäkter	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7
Finansiella poster netto	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7
EBT	5,0	5,1	5,2	4,1	19,5	5,6	6,5	10,8	15,7	38,5
Skatt	-1,1	-1,1	-1,1	-0,9	-4,2	-1,2	-1,4	-2,3	-3,4	-8,2
Periodens resultat	3,9	4,0	4,1	3,2	15,3	4,4	5,1	8,5	12,4	30,3

Seamless Digital Distribution AB (SDD) - prognos

MSEK	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
Nettoomsättning	136,2	115,3	100,2	98,2	98,2
Övriga rörelseintäkter	2,3	0,2	0	0	0
Totala intäkter	138,5	115,0	100,2	98,2	98,2
Materialkostnader	-137,0	-113,3	-98,7	-94,2	-89,9
Bruttoresultat	1,4	1,7	1,5	3,9	4,7
Bruttomarginal	1,0 %	1,5 %	1,5 %	4,0 %	5,0 %
Övriga externa kostnader	-2,2	-4,6	-4,6	-1,5	-1,5
Personalkostnader	-3,9	-4,2	-3,7	-1,3	-1,3
Avskrivningar	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4
Övriga rörelsekostnader	0	-1,75	0	0	0
Summa rörelsekostnader	-6,5	-9,3	-8,7	-3,1	-3,1
EBIT	-5,0	-7,5	-7,2	0,8	1,8
Ränteintäkter	0,07	0	0	0	0
Räntekostnader	-9,4	-10,6	-0,1	-0,1	-0,1
Finansiella poster netto	-9,4	-10,6	-0,1	-0,1	-0,1
Resultat efter finansiella poster	-14,4	-18,1	-7,3	0,7	1,7
Skatt	0	0	0	-0,1	-0,3
Årets resultat	-14,4	-18,1	-7,3	0,5	1,3

Koncernen - SDS och SDD

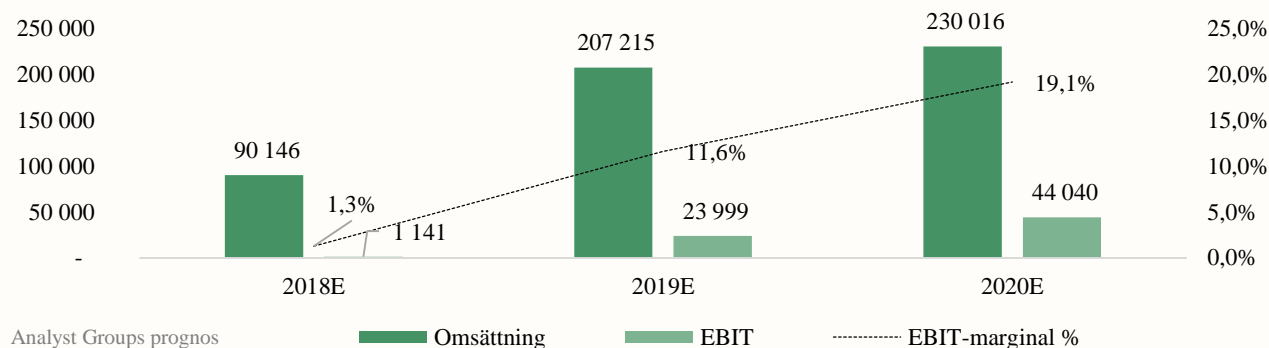
Analyst Groups prognos – Base scenario	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	76,1	90,2	207,2	230,0
EBIT	3,8	1,1	24,0	44,0
EBIT-marginal %	5,1%	1,3%	11,6%	19,1%
Nettoresultat	-1,7	0,0	15,8	31,6
Nettomarginal %	-2,3%	0,1%	7,6%	13,7%

VÄRDERING

Koncernen förväntas vända till vinst nästa år.

Omsättning, EBIT och EBIT-marginal

TSEK



För att ge värderingen perspektiv undersöks svenska *Vitec Software Group* och *Awardit*. Även om det råder vissa skillnader, finns likheter mellan företagen och SDS avseende affärsmodell och kunderbjudande.



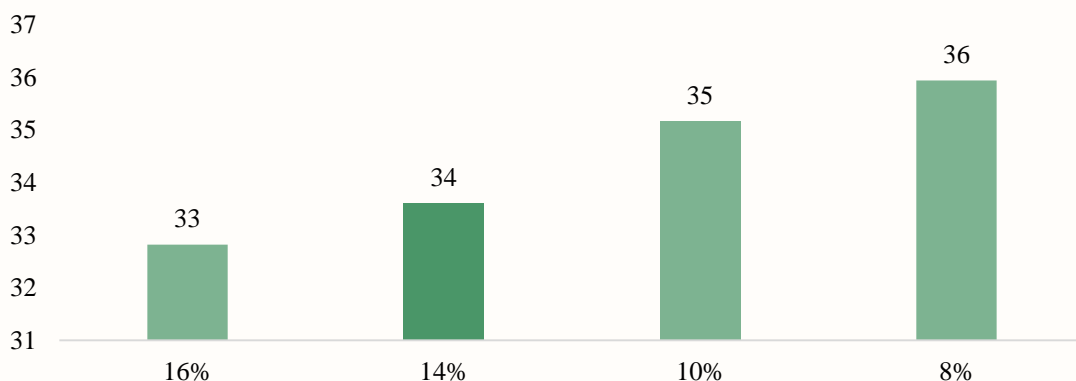
Vitec Software Group är ett svenskt mjukvarubolag som erbjuder specialiserade affärssystem till företagskunder (B2B) inom områdena Bygg & Fastighet, Energi, Finance & Försäkring, Fastighetsmäklare, Fordon och Verkstad mm. Vitec är verksamma i Sverige, Danmark, Finland och Norge. Sverige utgör största marknaden med 33 % av omsättningen. Vitec är noterade på Mid Cap Stockholm och värderas till cirka 2,4 mdSEK. 12 månader rullande försäljning uppgår till 1,1 mdSEK och EBIT-marginalen uppgår till cirka 11,4 %. Vitec värderas därmed till 23,1x EV/EBIT.



Awardit erbjuder en molnbaserad lösning för företag som vill bedriva ett lojalitets- eller motivationsprogram. Awardit fungerar bl.a. som en bank för digitala poängvalutor och tillhandahåller allt från egenägda, fristående lojalitetsprogram till komplexa alliansprogram med hundratals partners. Börsvärdet uppgår till cirka 390 MSEK och Awardit är noterade på First North Stockholm. Försäljningen uppgår till 65,0 MSEK LTM med en EBIT-marginal om 21,0 % vilket medför en värdering om 23,3x EV/EBIT.

SDS bör, enligt Analyst Groups uppfattning, värderas med en rabatt gentemot Vitec och Awardit. Detta motiveras av att båda företagen i peer-gruppen har en lång historik som lönsamma företag, medan SDS under det senaste året har kämpat med lönsamheten. Påpekas bör också att peer-gruppen, sett till börsvärde, är avsevärt större än SDS, varför en storlekspremie anses motiverad. Det bör också påpekas att SDD, som inte arbetar med programvaruutveckling, inkluderas i värderingen. Givet en konservativ målmultiplikator om EV/EBIT 14x på prognostiserad EBIT år 2019E om cirka 24 MSEK, ges ett nuvärde om 39 SEK. Beroende på applicerad diskonteringsränta, vilken reflekterar den tidsrisk som finns av händelser som ligger flera år bort och som ännu ej inträffat, illustrerar nedan diagram olika värderingsnivåer. Med 14 % diskonteringsränta erhålls ett teoretiskt fundamentalt nuvärde om 34 SEK per aktie i ett Base scenario.

34 KR
PER AKTIE
PÅ 2019
ÅRS
PROGNOS
(BASE)



BULL & BEAR

Bull scenario

SDS verkar på en marknad med god tillväxt, där företag blir allt mer digitala. Systemet ERS 360 möjliggör omfattande besparingar för telefonoperatörer på den afrikanska marknaden, 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. support framgent. Samtidigt är det viktigt att påpeka att SDS sannolikt prioriterar kundtillväxt före prishöjningar, varför det bedöms som osannolikt att Bolaget på kort sikt kommer höja priserna för licenser och installationer.

I ett Bull scenario antas vidare att penetrationsgraden i Etiopien växer snabbare än tidigare estimerat. Kostnaden för scratch cards är hög, och Ethio Telecom, som tidigare haft monopol på telekomtjänster i Etiopien, bör ha incitament att snabbt övergå till elektronisk distribution. Givet en situation då Ethio Telecom anser det mer angeläget att övergå till SDS system, drivet av exempelvis ökad konkurrens på marknaden, antas en initial penetration om 9 % 2019E och 15 % 2020E. I ett sådant scenario estimeras intäkterna från den Etiopiska marknaden uppgå till 62 MSEK 2020E.

Ytterligare Bull-faktorer

- **Expansion till ny operatörsgrupp**

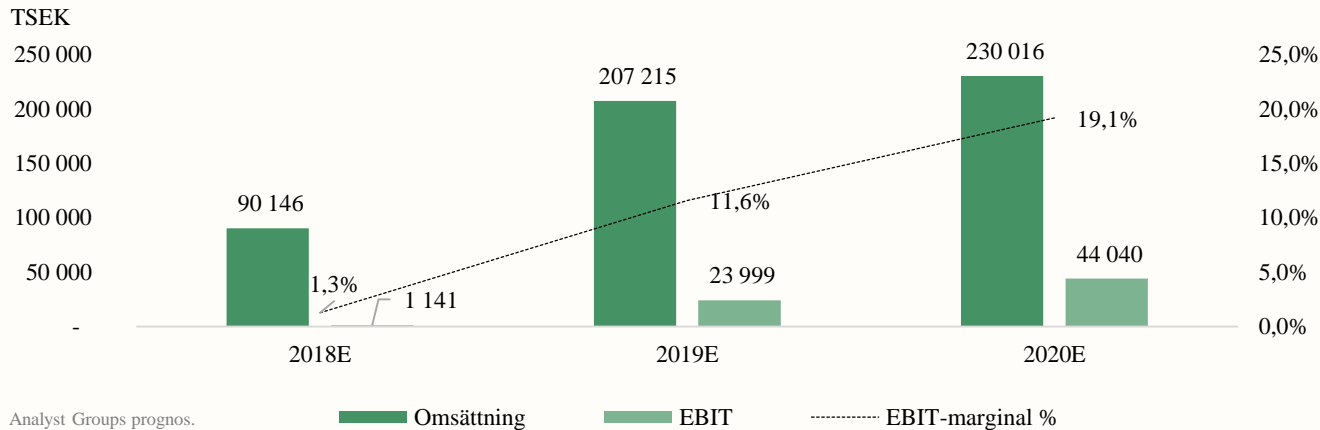
I ett Bull scenario förväntas SDS även ha möjlighet att ingå ett avtal med fler operatörer verksamma i Afrika. SDS har idag avtal med MTN på en majoritet av MTNs marknader och SDS goda rykte antas i ett Bull scenario bidra till att fler operatörer anlitar SDS.

- **SDD lyckas med prishöjningar**

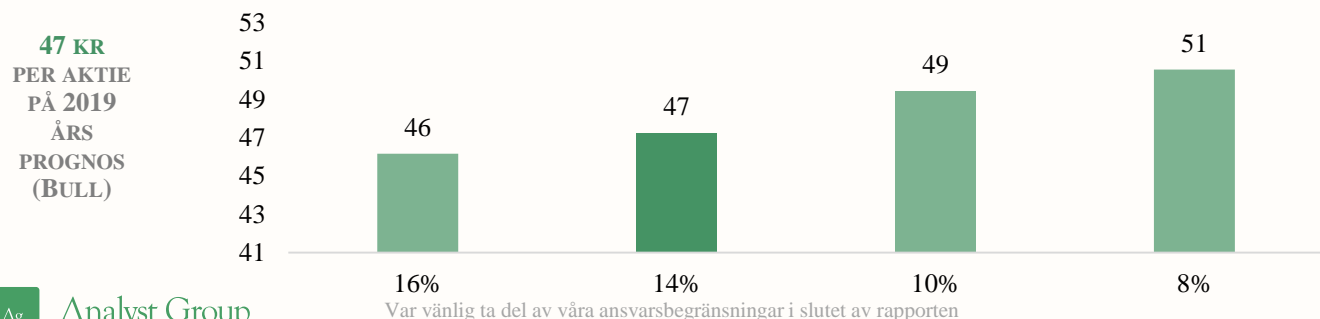
SDD har historiskt haft avtal med för låga marginaler, vilket har resulterat i förluster varje år sedan start. I ett Bull scenario antas SDD ha möjlighet att omförhandla dessa avtal, drivet av bl.a. lägre konkurrens där SDDs största konkurrent, Goyada, antas försvinna från marknaden.

I ett Bull scenario förväntas SDS växa i en högre takt, samtidigt som marginalerna stiger.

Omsättning EBIT och EBIT-marginal, Bull scenario



Då SDS i ett Bull scenario antas växa i högre takt och nå högre marginaler i verksamheten, kan det motivera att aktien ska handlas till en högre värdering. Givet en högre värderingsmultipl om 23,1 på SDS och SDD, och en diskonteringsränta om 14 % erhålls följande värdering:



BULL & BEAR

Bear scenario

I ett Bear scenario bedöms det som sannolikt att det tar längre tid än väntat att integrera SDS system på den etiopiska marknaden. Även om det bedöms som sannolikt att Ethio Telecom har stora incitament att snabba på processen, då det leder till besparingar, så är denna bedömning svår att göra. Det finns ett antal faktorer som talar för att det kan komma att ta tid tills SDS har uppnått en önskvärd penetrationsgrad i Etiopien. Bland dessa faktorer återfinns, bortsett från Ethio Telecoms incitament, att det tar tid att ändra beteenden – den etiopiska befolkningen är sannolikt vana vid scratch cards och har förmodligen låg förståelse för varför elektronisk påfyllning är det smidigare valet. Vidare måste de tusentals återförsäljare som för närvarande säljer scratch cards utbildas i hur de använder SDS system, vilket också kan vara tidskrävande. Detta väntas summerat leda till att penetrationen av den etiopiska marknaden tar längre tid än tidigare estimerat, vilket leder till en lägre estimerad omsättning 2019 och 2020 i ett Bear scenario.

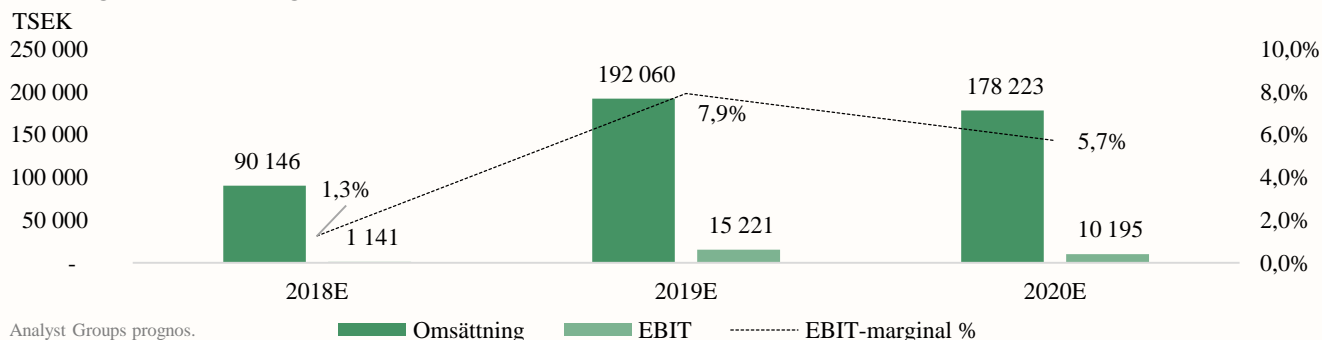
I ett Bear scenario förväntas vidare att SDS kommer bygga för tillväxt, vilket innebär att Bolaget ökar antalet anställda etc. i syfte att ha möjlighet att hantera den större, förväntade organisationen. Med tanke på att försäljningen blir lägre än tidigare estimerat resulterar detta i utebliven vinst under 2019.

Ytterligare Bear-faktorer

- Inget intåg på fler MTN-marknader** SDS har MTN som kund på en absolut majoritet av sina marknader. I ett Bear scenario förväntas expansionen till fler MTN-marknader utebli, vilket t.ex. kan vara ett resultat av att en konkurrent till SDS hinner före eller att marknaden i dessa länder går mot lägre andel kontantkort vilket minskar MTNs incitament att köpa SDS produkter.
- Fortsatta problem med SDD** SDDs verksamhet präglas av låga marginaler och höga kvantiteter. Bruttomarginalen har historiskt varierat mellan cirka 1 % och 5 %, och det är av denna anledning helt avgörande att Bolaget lyckas omförhandla sina kontrakt. I ett scenario då kunderna inte har förståelse för situationen finns risk att SDD i framtiden kommer belasta koncernen med negativa resultat.

I ett Bear scenario förväntas Bolaget växa i en lägre takt där SDD väntas belasta resultatet.

Omsättning EBIT och EBIT-marginal, Bear scenario

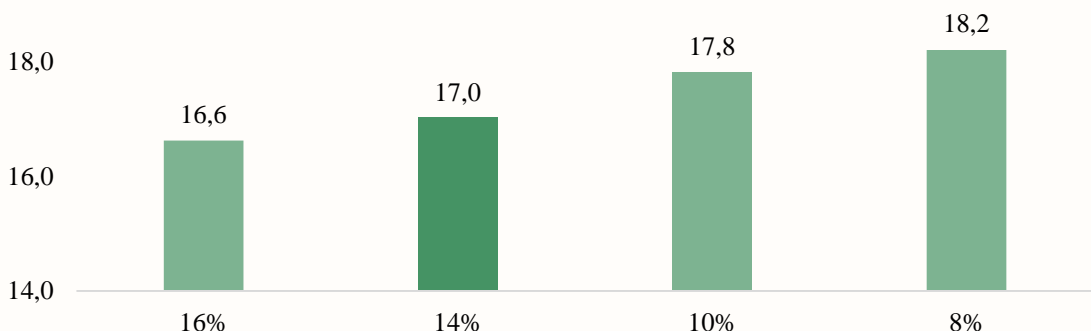


Analyst Groups prognos.

Då SDS i ett Bear scenario antas växa i lägre takt och med sämre marginaler i verksamheten, kan det motivera att aktien ska handlas till en lägre värdering. Givet en lägre värderingsmultipel, och en diskonteringsränta om 10 % erhålls följande värdering:

20,0

17 KR
PER AKTIE
PÅ 2019
ÅRS
PROGNOS
(BEAR)



Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

VD-INTERVJU, TOMMY ERIKSSON



För de som inte tidigare har hört talas om SDS, kan du berätta lite om vilka ni är och vad ni gör?

SDS är ett svenskt teknikbolag som startade 2001 och vi är specialister på digitalisering av distribution, finans och handel. Vår huvudsakliga marknad är i utvecklingsländer, där vi säljer våra system och tjänster till mobiloperatörer. De flesta kunderna finns i Afrika söder om Sahara och Mellanöstern men vi har också kunder i Amerika och Asien. Det mesta av vår personal finns i Sydasiens och Afrika. Dessutom har vi ett mindre kontor i Stockholm och ett säljkontor i Dubai.

Omsättningen nådde under kvartalet All Time High och uppgick för SDS till cirka 29 MSEK. Vilka avtal har varit drivande under kvartalet?

Ja, vårt fjärde kvartal var verkligen bra. Det är de två stora affärerna under kvartalet som dominerat, dels Etiopien med Ethio Telecom som är Afrikas största mobiloperatör med cirka 64 miljoner mobilanvändare, där vi genomfört första fasen av etableringen och därför kunnat intäktsföra det arbetet. Den andra är vår kund i Afrikas största ekonomi, Nigeria. Det är den största operatören i landet och vi har tidigt fått bra fart i installationen och hunnit ta oss ungefär halvvägs genom projektet.

Kan du berätta lite mer om hur det har gått i integrationen av SDD?

SDD är ju en distributör av elektroniska värdebevis på svenska och danska marknaderna. Vi var innan köpet deras teknikleverantör men vi skötte även de flesta backoffice-funktionerna så det nya var att vi tog över sälj och kundtjänst. Vi kunde göra det med en kraftig minskning av personalen så vi är omedelbart lönsamma i det löpande. Vi har haft några planerade kostnader vid förvärvet för till exempel konfigurering av affärssystemet. Samtliga leverantörer och kunder har följt med oss och vi har även kunnat rekrytera nya kedjor i båda länderna. Sammanfattningsvis har det varit ett mycket smidigt förvärv och jag ser fram mot att under året testa en del koncept vi har utvecklat för andra marknader i vår egen distributionsverksamhet.

Avtalet i mellanöstern är den första av sitt slag, kan detta avtal kan agera referensavtal vad gäller framtida liknande avtal?

Ja, detta avtal är ett verkligt genombrott för oss. Här handlar det om att vi tar flera viktiga steg framåt i att genomföra vår strategi. Dels stärker vi vårt footprint i fintech-sektorn för detta är en så kallad mobile money installation där mobilkunderna får en tjänst som för oss i Sverige liknar Swish men där mobiloperatören är den som tar hand om ditt transaktionskonto och erbjuder tjänster. I första steget levererar vi ett antal grundläggande funktioner som insättning och uttag, sända till annans konto samt att kunna sända till en person utan konto med uttag från en agent. Vi kommer förstås att använda denna kund som referenskund när de lanserat sin tjänst under våren, särskilt då vi har några unika finesser i vår lösning jämfört med de flesta konkurrenterna.

Ni har varit framgångsrika i att attrahera nya kunder under Q4, och orderboken ser starkt ut inför 2019. Hur skulle du säga att detta kommer påverka kostnadsbasen framgent?

Vi har varit framgångsrika med att öka produktiviteten i vår utvecklings- och leveransorganisation. Därför kräver projekten mindre resurser än förr. Däremot är vår ambition att växa och bredda vårt erbjudande så vi har stärkt vår forskning och utvecklingsorganisation med viss ny kompetens. Det gäller områden som appdesign, big data och finansiella tjänster. Sammanfattningsvis kommer vår organisation att vara mindre än den var för ett par år sedan trots att vår leveransförmåga och innovation är väsentligt bättre än då så jag ser ingen risk att vi inte ska kunna parera ökade affärer utan att öka kostnaderna i någon större omfattning.

Ni går in i 2019 med ett starkt Q4 i ryggen - vad skulle du säga kommer bli avgörande för att under 2019 behålla den starka tillväxttrenden?

För oss är det kortsiktigt att fortsätta att göra nya affärer förstås men, vi måste parallellt driva fler affärer mot att innehålla en ännu större andel återkommande intäkter. Jag ser även stort intresse i ett antal kundmöten för vårt nya erbjudande som vi kallar Sales Force Optimisation. Det är i grunden en konsolidering av ett antal system hos distributionsföretag för att hantera all leveranslogistik för såväl digitala som fysiska produkter, men även för styrning av säljorganisationen och till slut affärsanalys av hela distributions- och säljfunktionen. Så en kombination av fortsatt rekrytering av nya kunder, med ökad andel återkommande intäkter och ett uppsida från våra nya produkter är mitt recept på fortsatt goda resultat.

Var vänlig ta del av våra ansvarsbegränsningar i slutet av rapporten

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 samt styrelseledamot i andra bolag inom Seamless-koncernen. Tommy har en MSc i Teknisk Fysik från Uppsala universitet.

Aktieinnehav i SDS: 171 597 st.

Martin Schedin, CFO



Martin har arbetat med 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 styrelseuppdrag i Schedin Consulting AB. Martin har en civilekonomexamen från Södertörns högskola.

Aktieinnehav i SDS: 200 st.

Bogdan Sacuiu, CCO



Bogdan har de senaste två decennierna innehaft flertalet ledande roller inom framgångsrika teknologibolag, bland annat som säljchef på Telepo, en svensk start-up med SaaS-erbjudande för Voice-over-IP. Bogdan var också kommersiell chef för kanadensiska Mint Corporation, en finansiell leverantör av betalningslösningar och förbetalda produkter. Han började arbeta för Seamless-koncernen 2012 och har varit ansvarig för global expansion, nya kundengagemang och kundkonton för Seamless erbjudanden inom digital distribution, transaktioner och betalningar. Bogdan har en civilingenjörsutbildning inom elektronik från Polytechnic Institute i Bukarest, Rumänien.

Aktieinnehav i SDS: 240 122 st.

Sandipan Mukherjee – Senior Vice President, Head of Business Solutions



Sandipan har varit anställd hos SDS sedan 2009. Han har en bakgrund inom mjukvaruutveckling och tjänsteleveranser i olika roller hos bland annat IBM och Roamware. Sandipan var tidigare chef för produktverksamheten på Qliro AB. I Seamless-koncernen har Sandipan funnits sedan 2009, bland annat som global support-och verksamhetschef och senast som vice VD med verksamhetsansvar. Sandipan innehar en kandidatexamen inom ekonomi från University of Kolkata.

Aktieinnehav i SDS: 20 st.

Gunnar Jardelöw - Styrelseordförande



Gunnar har för tillfället styrelseuppdrag i Contigo Förvaltning AB, Svenska Terminalinvest AB, Affigo AB, Recondoil AB, ISR Immune System Regulation AB, AB Göteborgs Kreditkassa, Derma Cure Sverige AB och Bäckebols Fastighet AB. Gunnar har tidigare bl.a. varit styrelseledamot i SensysGatso Group AB. Han innehar en civilekonomexamen från Handelshögskolan vid Göteborgs universitet.

Aktieinnehav i SDS: 500 165 st.

Tomas Klevbo, Styrelseledamot

Tomas är för närvarande VD och styrelseledamot i Klevco AB samt styrelseledamot i Seamless. Tomas har tidigare varit fondförvaltare på Danske Capital, och innehar en civilekonomexamen från Stockholms universitet.

Aktieinnehav i SDS: 459 961 st.

LEDNING & STYRELSE

Källa innehav: Hoylu hemsida.

Ayesha Amilon - Styrelseledamot

Ayesha innehar en MBA från London Business School. Hon har 25 års erfarenhet från telekombranschen, där hon arbetat på olika chefspositioner inom Ericsson. När Ayesha var anställd på Ericsson så arbetade hon främst i Afrika och har där lett tre stora projekt i Angola, Nigeria samt Sudan. De tre projekten har legat i storleksordningen om 75-175 miljoner USD.

Aktieinnehav i SDS: 18 750 st.

Leif Brandel - Styrelseledamot

Styrelseledamot sedan juni 2017. Leif är för närvarande styrelseordförande och ägare i Zaysan International Inc, Bäckebol Fastighet AB, N.E.W.S Invest AB, Vasastaden 8:12 Fastighets AB, Bellmansgatan 4-10 Fastighet AB, Evion Hotell och Restaurang AB samt Olskorgens Hotell och Restaurang AB. Lef har bott 5 år i Belgien och 25 år på Barbados och har mångårig erfarenhet från flertalet branscher. Innehar en civilekonomexamen från Handelshögskolan i Stockholm.

Aktieinnehav i SDS: 331 096 st.

APPENDIX

Aktiens utveckling



Seamless Distribution Systems AB –Prognos

MSEK	Q1-18	Q2-18	Q3-18	Q4-18E	2018E	Q1-19E	Q2-19E	Q3-19E	Q4-19E	2019E	Q1-20E	Q2-20E	Q3-20E	Q4-20E	2020E
Nettoomsättning	12,2	18,9	17,6	19,5	68,2	26,7	27,8	27,3	27,3	109,0	29,1	29,3	34,2	39,2	131,9
Övriga rörelseintäkter	0,9	0,6	0,5	0,0	1,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Summa rörelseintäkter	13,1	19,5	18,1	19,5	70,0	26,7	27,8	27,3	27,3	109,0	29,1	29,3	34,2	39,2	131,9
Rörelsekostnader															
Materialkostnader	-1,5	-3,0	-2,7	-4,8	-12,0	-3,8	-4,3	-3,2	-4,2	-15,5	-3,9	-2,7	-3,2	-3,2	-13,0
Övriga externa kostnader	-7,2	-8,8	-7,6	-7,8	-31,4	-9,4	-9,4	-9,4	-9,4	-37,8	-9,9	-9,9	-9,9	-9,9	-39,7
Personalkostnader	-5,2	-3,1	-2,7	-2,8	-13,8	-3,1	-3,4	-3,7	-3,7	-14,0	-3,8	-4,1	-4,1	-4,1	-16,1
Av- och nedskrivningar	-2,3	-2,3	-2,4	-2,4	-9,3	-2,5	-2,5	-2,6	-2,6	-10,2	-2,7	-2,8	-2,8	-2,9	-11,2
Övriga rörelsekostnader	-2,2	-2,1	-2,7	-1,7	-8,7	-1,9	-2,1	-2,2	-2,2	-8,4	-2,3	-2,5	-2,5	-2,5	-9,7
Summa rörelsekostnader	-18,4	-19,3	-18,0	-19,4	-75,2	-20,8	-21,7	-21,1	-22,2	-85,9	-22,6	-21,9	-22,5	-22,6	-89,6
EBIT	-5,3	0,1	0,0	0,0	-5,1	5,9	6,1	6,2	5,0	23,2	6,5	7,4	11,7	16,6	42,3
Finansiella poster															
Finansiella intäkter	0,0	3,0	0,0	0,0	3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella kostnader	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7
Finansiella poster netto	-0,9	2,1	-0,9	-0,9	-0,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7
EBT	-6,2	2,2	-0,9	-0,9	-5,8	5,0	5,1	5,2	4,1	19,5	5,6	6,5	10,8	15,7	38,5
Skatt	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,2	-1,1	-1,1	-1,1	-0,9	-4,2	-1,2	-1,4	-2,3	-3,4	-8,2
Periodens resultat	-6,3	2,1	-0,9	-0,9	-6,0	3,9	4,0	4,1	3,2	15,3	4,4	5,1	8,5	12,4	30,3

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: www.analystgroup.se/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 2014-2018). Delning, spridning eller motsvarande till en tredje part är tillåtet under förutsättning att analysen delas i oförändrad form.

Ag

Analyst Group

AG EQUITY RESEARCH AB

RIDDARGATAN 35
114 57 STOCKHOLM

© AG Equity Research AB 2014-2018
WWW.ANALYSTGROUP.SE