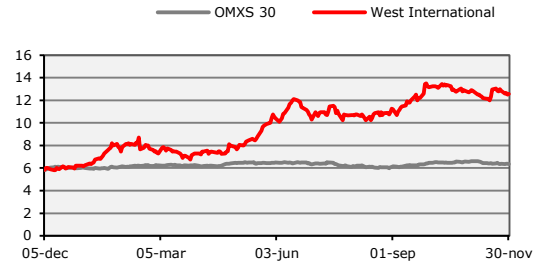


Sammanfattning
West International (WINT.ST)
Klart över förväntan

- West fortsätter leverera solida rapporter och Q3 var inget undantag. Nettoomsättningen under årets tredje kvartal landade en bra bit över vår prognos, vi anser att detta visar på styrka då Q3 vanligen är bolagets svagaste period.
- Expansionen utomlands fortsätter och vi räknar med en ketchupeffekt under 2018 där försäljningen drar igång på ett flertal marknader på allvar. En stor milstolpe under period var att West betalväxel certifierades enligt PCI DSS, den högsta säkerhetsnivån. Genom betalväxeln så förenklas lansering på nya marknader och öppnar upp för transaktionsbaserade intäkter. En intressant nyhet som gått de flesta förbi är att West planerar att göra en pilotsatsning inom online betalningar under 2018, satsningen möjliggörs av den nya betalväxeln.
- Vi genomför enbart några mindre estimatjusteringar. Vårt motiverade värde, i Base-case, uppgår 15 SEK per aktie. Vi anser att marknaden ännu inte riktigt förstått potentialen i den nya betalväxeln och utlandsexpansionen. Vårt Bear- och Bull-case uppgår till 9 respektive 28 SEK per aktie.

Lista: 270 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Christina Detlefsen
 Styrelseordf:


Redeye Rating (0 – 10 poäng)

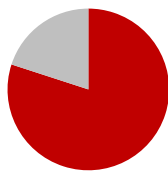
Ledning

Ägarskap

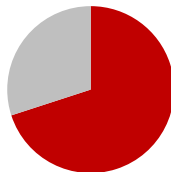
Vinstutsikter

Lönsamhet

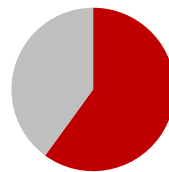
Finansiell styrka



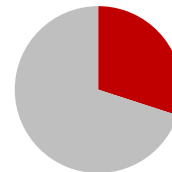
8.0 poäng



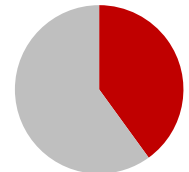
7.0 poäng



6.0 poäng



3.0 poäng



4.0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	75	77	95	142	206	Aktiekurs (SEK)	12.0
Tillväxt	11%	2%	23%	50%	45%	Antal aktier (milj)	22.5
EBITDA	5	6	12	22	36	Börsvärde (MSEK)	270
EBITDA-marginal	7%	8%	13%	16%	17%	Nettoskuld (MSEK)	-13
EBIT	1	3	8	16	28	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	1%	4%	8%	11%	14%	Dagl oms. ('000)	60
Resultat före skatt	1	3	8	16	28		
Nettoresultat	0	2	6	14	22		
Nettomarginal	1%	3%	7%	10%	11%		
Utdelning/Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Analytiker:	
VPA	0.02	0.09	0.26	0.60	0.94	Kristoffer Lindström	
P/E	147.6	66.0	45.5	20.1	12.8	kristoffer.lindstrom@redeye.se	
EV/S	0.9	1.6	2.7	1.8	1.2		
EV/EBITDA	12.7	20.0	20.6	11.5	7.1		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Mot nya höjder

Utfallstabell estimat - West International

MSEK	2016 Q3	2017 Q3A	2017 Q3E	Diff %
Nettoomsättning	17,6	23,3	20,2	15%
Bruttovinst	7,7	12,4	10,5	18%
EBITDA	0,4	2,6	-0,2	n.m
EBIT	-0,2	1,3	-1,4	n.m
Tillväxt omsättning		32%	15%	
Bruttomarginal	44%	53%	52%	
EBITDA-marginal	3%	11%	-1%	
EBIT-marginal	-1%	6%	-7%	

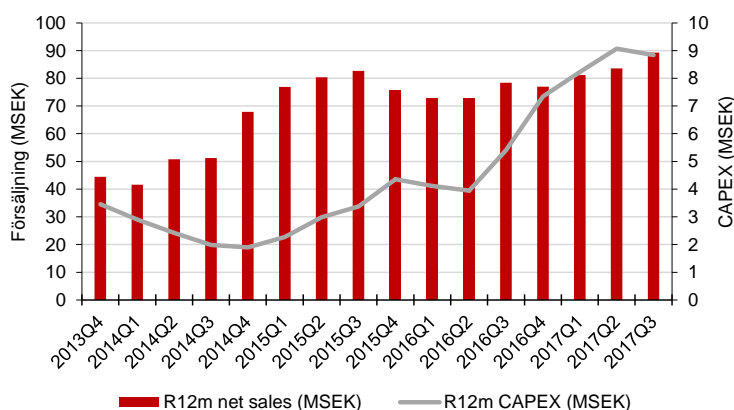
Källa: Redeye Research

West fortsätter leverera solida rapporter och Q3 var inget undantag. Nettoomsättningen under årets tredje kvartal landade en bra bit över vår prognos, vi anser att detta visar på styrka då Q3 vanligen är bolagets svagaste period. Precis som bolagets själv menar så är försäljningsuppgången, om än starkare än vi trott, ingen direkt överraskning utan en effekt av tidigare teknikinvesteringar och affärsarbete.

Bruttomarginalen landade på starka 53 procent, vi anser att detta återigen bekräftar att det tidigare marginallyft är uthålliga och vi kommer fortsatt få se en hög nivå framöver. Den operationella hävstången fick genomslag så trots bolagets fokus på att växa organisationen så kom EBIT-marginalen in på 6 procent.

Investeringar för att bredda

Försäljning och CAPEX (Rullande 12 månader)



Källa: Redeye Research

Investeringarna uppgick till cirka 1,9 MSEK. Uppgången sedan Q2 2016 har varit relaterad till betalväxeln samt certifiering och inkoppling på nya marknader. West ser en ökad takt av investeringar under 2018. Vi tror detta är relaterat till fortsatt förbättring av betalväxeln, förnyelse av

produktportföljen samt en omnisatsning som bolaget har nämnt i en investerar presentation.

Stor aktivitet utomlands

Expansionen utomlands fortsätter och vi räknar med en ketchupeffekt under 2018 där försäljningen drar igång på ett flertal marknader på allvar. En stor milstolpe under period var att West betalväxel certifierades enligt PCI DSS, den högsta säkerhetsnivån. Genom betalväxeln så förenklas lansering på nya marknader och öppnar upp för transaktionsbaserade intäkter. Vi går här kort igenom status och den senaste utvecklingen på de olika marknaderna.

Norden och Europa

Under Q3 lanserades Wests terminaler i både Danmark och Polen. Fler marknader är att vänta framöver. MAX Burger ABs internationella satsning kommer gynna Wests Självbetjäningförsäljning starkt de kommande åren enligt vår bedömning.

Asien

I Sri Lanka har nu Commercial Bank, landets största bank, dragit igång med leveranser av kortterminaler till sina företagskunder. West uppger även att snart kommer ytterligare en av de större bankerna på Sri Lanka att börja leverera Wests terminaler. I ett land med över 21 miljoner innevånare och låg penetration av kortterminaler så är potentialen väldigt stor.

Sydafrika

Under hösten blev certifieringen mot det sydafrikanska banknätverket och kortföretagen färdig. De första leveranserna av Wests terminaler av V-Switch tillsammans med Standard Bank skedde under Q3. Standard Bank är en av de största kortinlösarna i Sydafrika med en installerad bas idag som överstiger 50 000 terminaler. West har nu strategiska avtal med två av de absolut starkaste aktörerna i landet, ABSA Bank och Standard Bank.

Australien

West är tystare kring utvecklingen i Australien. Inkopplingen fortsätter enligt plan. En viktig komponent är att det är att bolaget står för investeringen själv och äger inkopplingen i betalnätverket, vilket betyder att West inte bara är beroende av Star.

Star Groups aktie har varit handelsstoppad sedan den 16 oktober och bolaget verkar genomgå en refinansiering/rekonstruktion. I övrigt uttalar sig bolaget så här kring arbetet med lanseringen av deras kortterminalerbjudande: ”..... *As a result, a distribution agreement was signed with the NASDAQ listed West International AB to certify the hardware and software in the region and to distribute it to the greater than 50,000 customer base of its joint venture partner on an as*

*soon as practicable basis. The Board reviewed a number of suitable processing partners to certify the hardware and software secured from West International AB but at the date of this report the certification process has not been finalized. The Board expects the certification **of the terminals and software will be concluded in November 2017 with a pre-Christmas launch of the StarApps/StarPOS** branded product and in the background is still working with its joint venture partners to ensure that the integration and unique software developments are running in parallel to the EFTPOS terminal and software certification.”*

Enligt ramavtalet mellan West och Star har den senare förbundit sig att minst köpa 2 000 terminaler per år. För att nå ut till 50 000 köpställen behövs självklart mycket mer än så. På grund av den pågående refinansiering/rekonstruktionen av bolaget har vi svårt i dagsläget att säga hur utfallet av samarbetet kommer att se ut. Arbete fortgår i alla fall som sagt med inkopplingen.

Nyheter i Australien

Då West äger inkopplingen själva så är det fritt för dem att arbeta hur många partners de vill. Wests strategi är dock att hitta ett antal starka bolag på frammarsch, snarare än att sprida sig med en mängd olika samarbeten.

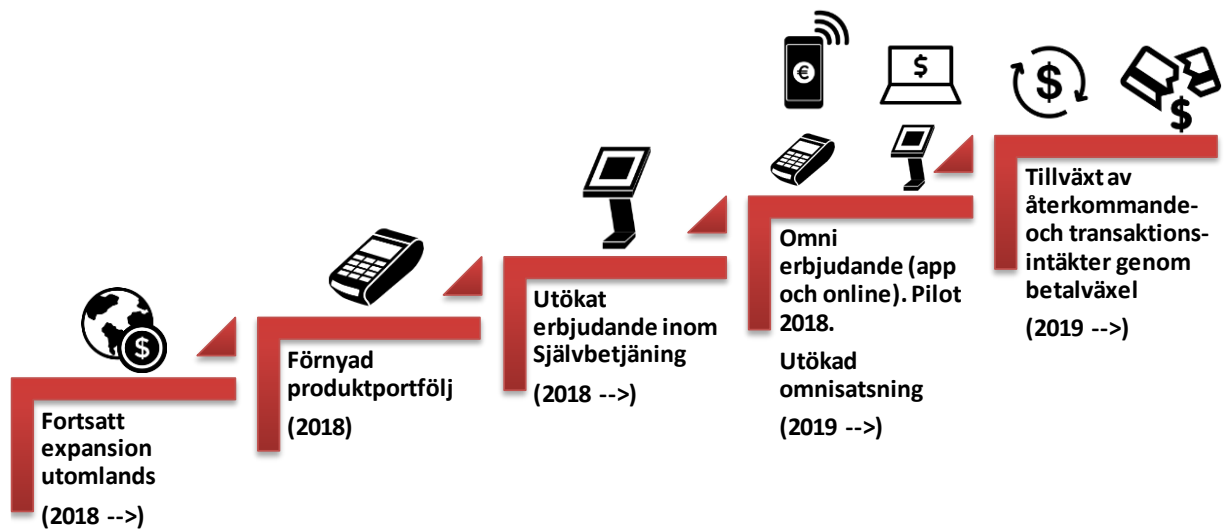
Ett annat noterat bolag på den australienska börsen, Cirralto Limited, meddelande den 27 november att de har tecknat en avsiktsförklaring gällande ett potentiellt samarbete för distribution av Wests betallösning i Australien. Den potentiella affären är ännu i en tidig fas och det är svårt vart det kan leda till.

Cirralto kan liknas vid hur Wests partner ClearOn ser ut idag. Det Australienska bolaget levererar IT-lösningar, system och tjänster till företag inom handel, tillverkning, inköpssammanslutningar, franchise-nätverk, m.m. Samarbete med West öppnar upp ett nytt intäktsben för Cirralto där de kan sälja lösningen till redan befintliga kunder. Läs mer om bolaget på följande [sida](#).

CFO slutar sin anställning

En tråkig nyhet från West, som kom efter några dagar efter rapporten hade presenterats, är att CFO Per Ersson kommer lämna bolaget. Per har arbetat som bolagets CFO sedan 2010 och ingått i bolagets ledningsgrupp. Anställningen kommer upphöra i maj 2018 och man har inlett processen med att utse en efterträdare. Vi vill passa på att ge Per en applåd och tacka han för hans tid på bolaget.

Framtiden för West

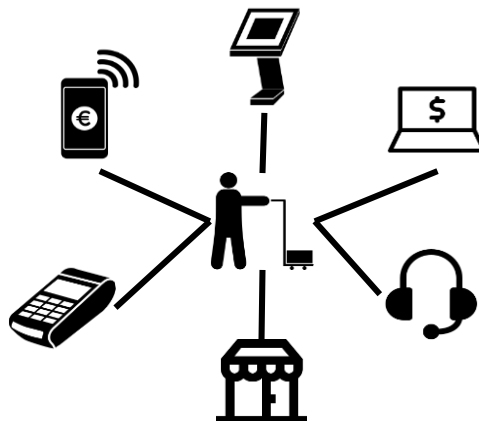


Under 2018 kommer sannolikt försäljning från utlandet komma igång på allvar. Vi tror även att bolaget fortsatt kommer koppla in sig och certifiera sin betalväxel på nya marknader. West uppger även att de kommer förnya sin produktportfölj, så nya typer av kortterminaler kommer att presenteras. West följer MAX i deras Europasatsning, nu när det är deras egna terminaler som sitter i självbetjäningsskioskerna tror vi att bolaget kommer utöka sitt fokus på Självbetjäning.

Wests betalväxellösning öppnar upp ett flertal möjligheter bland annat; förenkling av certifiering och inkopplingsprocesser på nya marknader, skapar möjlighet till transaktionsbaserade intäkter med hög marginal och leder till en potentiell expansion till online betalningar med ett omnierbjudande.

Mot Omni, men tidigt stadium

Med Omnichannel menas att butiker och företag använder sig av med flera kanaler för att förbättra upplevelsen och förståelsen över sina



kunder. Kunder ska alltså enkelt kunna använda handla via app, webbsida eller i fysiskmiljö och få en förstärkt upplevelse. Det är tekniskt svårt att koppla samman dessa olika miljöer och göra upplevelsen "sömlös". Att systemet ska känna av och veta vad en kund handlat för några dagar sedan via webben när de besöker den fysiska butiken och ge specifika kundpassade erbjudanden i en app är något som många vill uppnå.

West nya betalväxel gör det möjligt integrera sin betalösning på websidor samt i appar. Bolaget har sagt att första tester eller piloter kommer ske under 2018. Vi tror att West kommer utföra dessa tester med kunder där de har en direktkontakt, mest sannolikt är MAX Hamburgare enligt vår bedömning. Max har idag en betalväxel från Nets i sin app. Vi tror att en större lansering och en satsning kan ske under 2019, men vi är ännu inte helt säkra på hur erbjudandet kommer att säljas. För att lyckas med detta tror vi direkta relationer med kunder kommer krävas, vilket bolaget inte har på kortterminalsidan. Vi kommer inte lägga in några intäkter från omnierbjudandet i våra prognoser idag, men ser med klart intresse på satsningen. En betalväxel i en app eller på en webbsida tar i regel runt 1,5-2,0 procent av volymerna.

Prognos för Q4 och estimatförändringar

Enligt våra beräkningar uppgår de hittills annonserade affärerna under Q3 till cirka 17 MSEK, jämfört med samma period föregående år är det en ökning med runt 20 procent. Wests återkommande intäkter är klart växande och bör uppgå till 3-4 MSEK under kvartalet. Då Q3 var ovanligt stark så tror vi att det vanliga säsongsmönstret kommer vara mindre påtagligt under Q4.

Utfallstabell estimat - West International

MSEK	2016	2017
	Q4	Q4E
Nettoomsättning	22,3	27,8
Bruttovinst	10,0	14,7
EBITDA	1,8	2,5
EBIT	1,1	1,0
Tillväxt omsättning		25%
Bruttomarginal	45%	53%
EBITDA-marginal	8%	9%
EBIT-marginal	5%	4%

Källa: Redeye Research

För årets sista kvartal så räknar vi med en omsättning på omkring 27,8 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på cirka 25 procent. Q4 är generellt Wests starkaste kvartal försäljningsmässigt. Vi tror att bruttomarginalen kommer ligga på ungefär samma nivå som under det tredje kvartalet. Vi räknar med att få se stigande kostnader för personal m.m. då organisationen fortsätter växa och bolaget har anställt relativt aggressivt. Våra antaganden genererar en EBITDA på 2,5 MSEK

Enbart mindre justeringar

Vi har enbart gjort några mindre justeringar i våra estimat och ser framför oss en god tillväxtresa med expanderande marginaler de närmaste åren.

Estimatförändringar

MSEK	2017E	2018E	2019E
Omsättning			
Gammal	95	146	211
Ny	95	142	206
% förändring	0%	-3%	-3%
EBITDA			
Gammal	11	22	37
<i>marginal</i>	11,6%	15,1%	17,5%
Ny	12	22	36
<i>marginal</i>	13,2%	15,7%	17,4%
% förändring	14%	1%	-3%
EBIT			
Gammal	6	16	29
<i>marginal</i>	6,3%	11,0%	13,7%
Ny	8	16	28
<i>marginal</i>	8,2%	11,0%	13,8%
% förändring	29%	-2%	-2%

Källa: Redeye Research

Värdering – Base-case

Vi har enbart genomfört några mindre estimatjusteringar och upprepar vårt motiverade värde på **15 SEK** per aktie. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 19 procent mellan åren 2016-2025 och en genomsnittlig EBIT-marginal på 19 procent. Vidare antar vi att marginalen är expanderande då bolagets affärsmodell inom Kortterminaler är skalbar och uppgår till 23 procent i mognadsfasen. Vi väljer att anta en terminal tillväxt av FCF på 2 procent, vilket är i nivå med BNP då bolaget efter 10 år har en så pass stor andel av marknaden att tillväxten krymper nedåt. I våra prognoser är vi fortsatt ganska konservativa kring utlandssatsningen, större annonserade affärer från de nya regionerna skulle leda till ytterligare uppjusteringar av estimaten.

West International Base-case			
Antaganden:	2016-26	DCF-värde	
CAGR försäljning	19%	WACC	11,9%
EBIT-marginal (medel)	19%	Nuvärde av FCF	149
		Nuvärde av Terminal Value	194
Mognadsfasen			
Terminal tillväxt av FCF	2,0%	EV	343
Terminal EBIT-marginal	23%	Nettokassa	19
EV/EBIT Exit multipel	5,3x	Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigerig	0
		DCF-värde	362
		Motiverat värde per aktie	15
		Dagens aktiekurs	12,0
		Potential/Risk	27%

Källa: Redeye Research

Relativvärdering

En relativvärdering av West är inte helt enkel. Primärt för att det inte finns några noterade konkurrenter eller liknande bolag i Sverige och de noterade konkurrenterna så som Ingenico, Verifone och Pax är mycket större än West. Vi har även lagt till Square, som skiljer sig i sitt erbjudande men är ändå verksam på betalmarknaden. Vi anser att en sådan hög tillväxt som West står inför borde värderas högre.

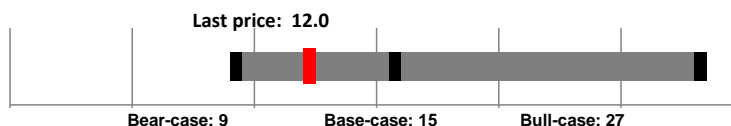
Peer valuation West International (MSEK)									
Bolag	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Sales CAGR		EBITDA margin	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Square	82 587	11,0x	8,5x	78,4x	44,3x	-49%	30%	14%	19%
Ingenico	49 457	2,1x	1,9x	10,2x	9,0x	8%	10%	20%	21%
Verifone	24 763	1,7x	1,6x	10,4x	8,9x	-11%	3%	16%	18%
Cardtronics	18 213	1,6x	1,7x	6,8x	7,4x	15%	-6%	23%	22%
PAX	2 923	0,9x	0,8x	4,7x	4,2x	1%	11%	19%	19%
Medel	43 755	3,4x	2,9x	22,1x	14,8x	-9%	9%	18%	20%
Median	37 110	1,7x	1,7x	10,2x	8,9x	-1%	7%	18%	20%
West International	257	2,7x	1,8x	20,6x	11,6x	23%	50%	13%	16%

Källa: Bloomberg & Redeye Research

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 28 SEK per aktie, 125 procent potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 9 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om cirka -27 procent.

West International: Fair value range



Bear-case

I vårt Bear-case gör vi antagandet att bolagets internationella expansion går lika bra som tänkt och bidrar bara till en modest tillväxt av försäljningen. Vi antar här att bolaget fortsätter växa något i Sverige för att sedan vid en 15 procentig marknadsandel mogna och växa med runt 4 procent per år. I detta case står Kassautrustning och Självbetjäningen för en relativt stor andel av framtida försäljningen vilket påverkar marginalerna och tillika värderingen negativt. Vidare antar vi att konkurrensen ökar, vilket pressar marginalerna och bolagets ROIC ligger något under deras WACC under mognadsfasen. Vårt motiverade värde i Bear-case uppgår till 9 SEK per aktie.

Bull-case

I vårt Bull-case antar vi att bolagets lyckas snabbare med att ta marknadsandelar på de nya Nordiska marknaderna samt att bolaget fortsätter med ytterligare expansion inom SEPA området samt en lyckad omnisatsning. Detta scenario förutsätter högre CAPEX då denna expansion kostar pengar i form av utveckling men detta vägs upp tack vare den snabba tillväxten och förbättrade marginaler. I detta scenario räknar vi med att West omvärderas mer som ett "fintechbolag". Vi räknar här med att bolaget kan nå EBIT marginaler närmare 25 procent i sin mognadsfas, vilket är i nivå med mer mogna fintechbolag. Vidare räknar vi med att bolaget kan behålla sin ROIC något över bolagets WACC under denna mognadsfas och växa med 2 procent per år. Vårt motiverade värde i Bull-case uppgår till 28 SEK per aktie.

Katalysatorer för värdeökning

Fortsatt ser vi nya större annonserade affärer som värde drivare framöver, vilket också skulle kunna leda till att vi höjer våra estimat. Vidare tror vi att marknaden kommer att kunna reagera positivt på en genombrottsaffär på nya geografiska marknader, vilket vi ser som den sannolikt största värdehöjaren framöver. Expansion till ytterligare marknader i exempelvis Europa och Asien ser vi som sannolika katalysatorer. Nya affärer av det större slaget till Stargroup ser vi också som en sannolik katalysator framöver. Annonsering av pilotkund inom omni kommer nog leda till en positiv reaktion för aktien.

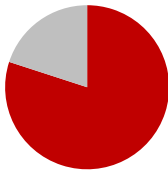
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

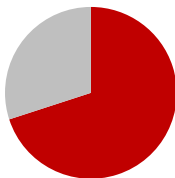
Ingen förändring av Rating.

Ledning 8.0p



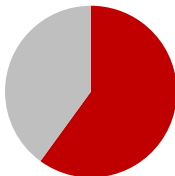
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt. Sten Karlssons kompetens och historik bidrar starkt till vår goda rating av ledningen. Bolagets kompensationsnivåer finner vi även som måttfulla för ett bolag av West:s storlek.

Ägarskap 7.0p



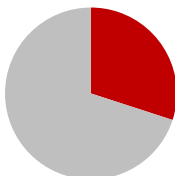
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 25 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt fokus. Vi skulle självklart gärna se institutioner som ägare men är medvetna om att ett bolag av West:s storlek sällan får den typen av ägare.

Vinstutsikter 6.0p



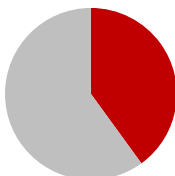
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt stor jämfört med Verifone och Ingenico. Vi har identifierat två olika typer av uthålliga konkurrensfördelar som skyddar bolaget. Dels regulatoriska hinder som stoppar nya aktörer att ta sig in på marknaden samt inlåsnings effekter hos West:s kunder i form av nedlagda utvecklingskostnader hos PSP:er och Kassasystemsleverantörer.

Lönsamhet 3.0p



West har utvecklats positivt de senaste åren, vilket har lett till en allt mer förbättrad lönsamhet. Betyget blir ändå relativt lågt då vår lönsamhets rating primärt ser till historiken och är inte framåtblickande.

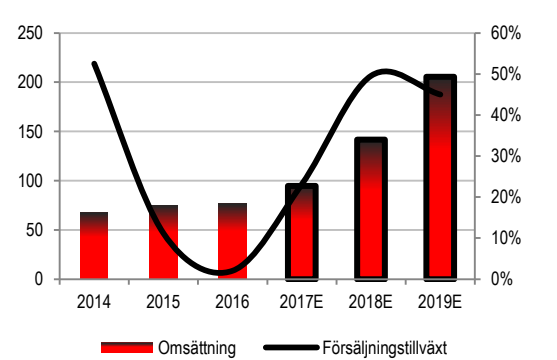
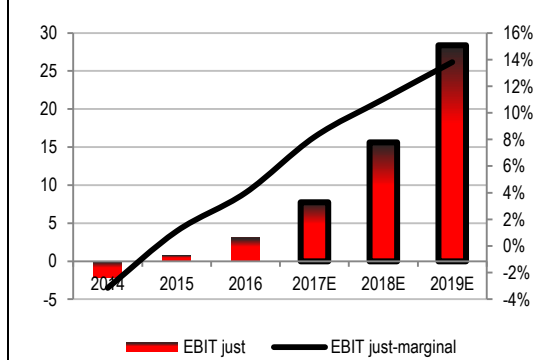
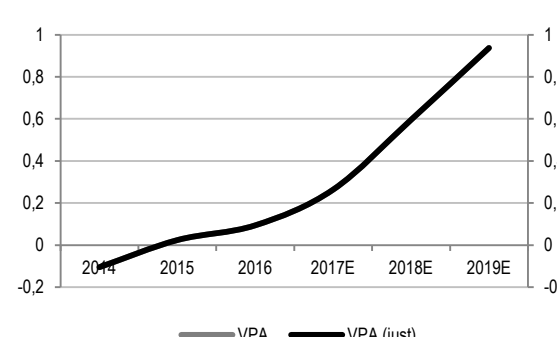
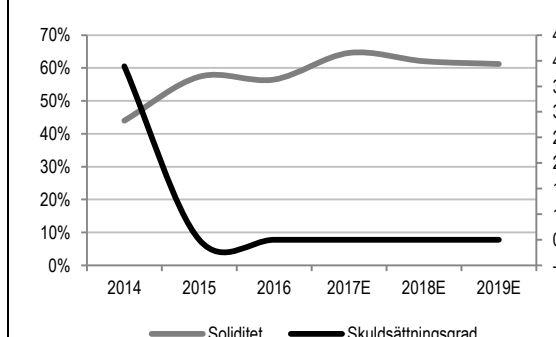
Finansiell styrka 4.0p



West:s finansiella styrka räknas som god. Bolaget har en diversifierad kundportfölj, dock så är omkring 50 procent av försäljning relativt konjunkturkänslig vilket drar ned betyget något.

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	75	77	95	142	206
Summa rörelsekostnader	-70	-71	-82	-120	-170
EBITDA	5	6	12	22	36
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	-1	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-4	-3	-4	-6	-7
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	1	3	8	16	28
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	1	3	8	16	28
Skatt	0	-1	-2	-2	-6
Nettoreultat	0	2	6	14	22
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	1	19	13	15	17
Kundfordringar	10	9	18	30	45
Lager	10	19	17	26	39
Andra fordringar	3	3	4	6	8
Summa omsättn.	23	51	52	76	110
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	0	1	1	1	1
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	6	8	9	10	14
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	7	9	10	11	15
Uppsk. skatteford.	5	4	4	4	4
Summa tillgångar	35	64	66	91	128
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	12	24	19	28	41
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	3	3	4	6	8
Summa kort. skuld	15	27	23	34	49
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	15	27	23	34	49
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	0	0	0	0
Eget kapital	21	36	42	56	79
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	21	36	42	56	79
Summa skulder och E. Kap.	37	64	66	91	128
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	75	77	95	142	206
Sum rörelsekost.	-70	-71	-82	-120	-170
Avskrivningar	-4	-3	-5	-7	-7
EBIT	1	3	8	16	28
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	1	3	8	16	28
Avskrivningar	4	3	5	7	7
Bruttokassaflöde	5	6	13	22	36
Föränd. i rörelsekap	-2	3	-12	-11	-16
Investeringar	-6	-6	-5	-8	-11
Fritt kassaflöde	-2	4	-5	4	8
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	57%	56%	65%	62%	61%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-1	-19	-13	-15	-17
Sysselsatt kapital	20	17	29	41	62
Kapit. oms. hastighet	2.2	1.2	1.4	1.6	1.6
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	11%	2%	23%	50%	45%
VPA-tillväxt (just)	-123%	296%	181%	126%	57%

DCF värdering	WACC	11.9 %	Kassaflöden, MSEK	NPV FCF (2017-2019)	-3
				NPV FCF (2020-2026)	151
				NPV FCF (2027-)	194
				Rörelsefrämjade tillgångar	19
				Räntebärande skulder	0
				Motiverat värde MSEK	362
Antaganden 2017-2023				Motiverat värde per aktie, SEK	15
Genomsn. förs. tillv.	26.2 %			Börskurs SFK	17.0
FRIT-marginal	17.1 %				
Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	2%	8%	16%	29%	33%
ROCE	4%	11%	20%	32%	42%
ROIC	6%	15%	46%	53%	69%
EBITDA-marginal	7%	8%	13%	16%	17%
EBIT-marginal	1%	4%	8%	11%	14%
Netto-marginal	1%	3%	7%	10%	11%
Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0.02	0.09	0.26	0.60	0.94
VPA just	0.02	0.09	0.26	0.60	0.94
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.04	-0.81	-0.55	-0.64	-0.72
Antal aktier	19.94	23.66	23.66	23.66	23.66
Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	65.0	120.4	256.9	254.9	252.9
P/E	147.6	66.0	45.5	20.1	12.8
P/S	0.9	1.9	3.0	2.0	1.4
EV/S	0.9	1.6	2.7	1.8	1.2
EV/EBITDA	12.7	20.0	20.6	11.5	7.1
EV/EBIT	77.8	39.1	33.1	16.3	8.9
P/BV	3.1	3.9	6.4	4.8	3.4
Aktiens utveckling	Tillväxt/år		15/17e		
1 mån	-5.9 %	Omsättning		12.1 %	
3 mån	12.2 %	Rörelseresultat, just		204.95 %	
12 mån	96.7 %	V/A, just		233.4 %	
Årets Början	93.6 %	EK		41.5 %	
Aktiestructur %	Röster		Kapital		
Nordnet Pensionsförsäkring	16.6 %		16.6 %		
Avanza Pension	8.3 %		8.3 %		
Malte Roggentin	8.3 %		8.3 %		
Per Jörgen Roland Nordlund (med bolag)	5.9 %		5.9 %		
Göran Sparrdal	4.7 %		4.7 %		
Ejderholmen AB	3.2 %		3.2 %		
Sten Karlsson (med bolag)	3.0 %		3.0 %		
Elementa	2.8 %		2.8 %		
Roger Andersson	2.4 %		2.4 %		
Livförsäkringsbolaget Skandia	1.9 %		1.9 %		
Aktien					
Reuterskod					
Lista					
Kurs, SEK	12.0				
Antal aktier, milj	22.5				
Börsvärde, MSEK	270.0				
Bolagsledning & styrelse					
VD	Sten Karlsson				
CFO	Per Ersson				
IR					
Ordf	Christina Detlefsen				
Nästkommende rapportdatum					
Analytiker	Redeye AB				
Kristoffer Lindström	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr				
kristoffer.lindstrom@redeye.se	114 35 Stockholm				

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: Omsättning (Sales), Försäljningstillväxt (Sales Growth)</p>	 <p>Legend: EBIT just (Adjusted EBIT), EBIT just-marginal (Adjusted EBIT Margin)</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: VPA, VPA (just)</p>	 <p>Legend: Soliditet, Skuldsättningsgrad</p>
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p>Kristoffer.Lindström. äger aktier i bolaget West International: Ja</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>West levererar smarta transaktions- och betalningslösningar som hjälper bolagets kunder att effektivisera handeln i fysiska miljöer. Kunderna utgörs av systemintegratörer, distributörer samt slutkunder inom områdena handel och besöksnäring. West grundades 1988 och är noterat på Nasdaq OMX First North sedan 2007. Huvudkontoret ligger i Upplands Väsby och där finns drygt 20 anställda inom försäljning, projektledning, utveckling, inköp, lager och service.</p>

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och investerarrelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

Redeye har följande tillstånd: mottagande och vidarebefordran av order avseende finansiella instrument, investeringsrådgivning till kund avseende finansiella instrument, utarbete, sprida finansiella analyser/rekommendationer för handel med finansiella instrument, utförande av order avseende finansiella instrument på kundens uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, råd till företag samt utföra tjänster vid fusion och företagsuppköp, utföra tjänster i samband med garantigivning avseende finansiella instrument samt bedriva Certified Advisory-verksamhet (sidotillstånd).

Ansvarsbegränsning

Detta dokument är framställt i informationssyfte för allmän spridning och är inte avsett att vara rådgivande. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka innehåller en osäkerhet. Redeye kan inte garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Varje investeringsbeslut fattas självständigt av investeraren. Denna analys är avsedd att vara ett av flera redskap vid ett investeringsbeslut. Varje investerare uppmanas att komplettera med ytterligare relevant material samt konsultera en finansiell rådgivare inför ett investeringsbeslut. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen.

Potentiella intressekonflikter

Redeyes analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeyes analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeyes analysbevakning

Redeyes analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeyes analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-12-04)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	41	18	10	23
3,5p - 7,0p	74	67	99	35	43
0,0p - 3,0p	16	24	15	87	66
Antal bolag	132	132	132	132	132

*För investmentbolag ser parametrarna annorlunda ut.

Mångfaldigande och spridning

Detta dokument får inte mångfaldigas för annat än personligt bruk. Dokumentet får inte spridas till fysiska eller juridiska personer som är medborgare eller har hemvist i ett land där sådan spridning är otillåten enligt tillämplig lag eller annan bestämmelse.

Copyright Redeye AB.