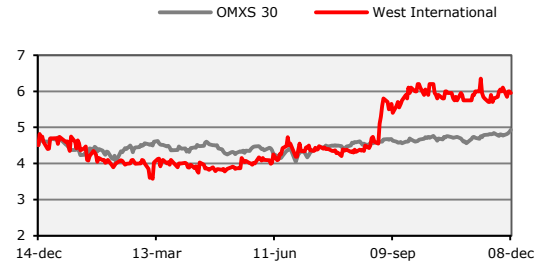


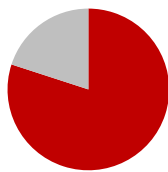
**Sammanfattning**
**West International (WINT.ST)**
**En intressant tid framöver**

- West levererar sitt starkaste tredje kvartal någonsin med en mycket god bruttomarginal, vilket var helt i linje med våra estimat.
- Vi ser en stor potential i bolagets samarbete med Stargroup, vilket borde kunna resultera i långt större ordervolymer än som hittills har kommunicerats. Vidare investerar West i sin teknikplattform för att kunna ta ett steg upp i värdekedjan och kunna generera transaktionsbaserade intäkter.
- Trots potentialen vi ser i Stargroup affären och möjliga transaktionsbaserade intäkter väljer vi att vara fortsatt konservativa i våra estimat. Vårt motiverade värde i Base-case ökar till 7,0 (6,9) SEK per aktie. Vi ser en mycket intressant framtid för West och menar att tillväxtresan bara har börjat, något som marknaden tydligen inte ännu har förstått.

Lista: 133 MSEK  
 Börsvärde: Information Technology  
 Bransch: Sten Karlsson  
 VD: Christina Detlefsen  
 Styrelseordf:

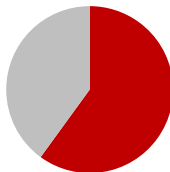

**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

Ledning



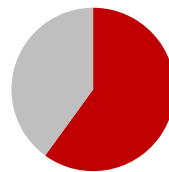
8.0 poäng

Ägarskap



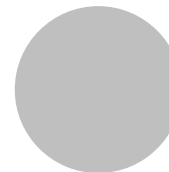
6.0 poäng

Vinstutsikter



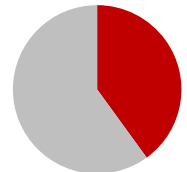
6.0 poäng

Lönsamhet



0.0 poäng

Finansiell styrka



4.0 poäng

**Nyckeltal**

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	68	75	85	131	177	Aktiekurs (SEK)	5.9
Tillväxt	53%	11%	13%	54%	35%	Antal aktier (milj)	22.5
EBITDA	3	5	7	18	27	Börsvärde (MSEK)	133
EBITDA-marginal	4%	7%	9%	14%	15%	Nettoskuld (MSEK)	-11
EBIT	-2	1	4	13	19	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	Neg	1%	5%	10%	11%	Dagl oms. ('000)	40
Resultat före skatt	-3	1	4	13	19		
Nettoresultat	-2	0	4	13	17		
Nettomarginal	Neg	1%	5%	10%	10%		
Utdelning/Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Analytiker:	
VPA	-0.11	0.02	0.17	0.57	0.77	Kristoffer Lindström	
P/E	Neg	141.0	34.7	10.3	7.7	kristoffer.lindstrom@redeye.se	
EV/S	0.7	0.9	1.4	0.9	0.7		
EV/EBITDA	16.7	12.7	16.3	6.7	4.4		

**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.

## Goda år kommer

Utfallstabell estimat - West International				
MSEK	2015 Q3	2016 Q3A	2016 Q3E	Diff %
Nettoomsättning	11.9	17.6	18.4	-4%
Bruttovinst	5.0	7.7	7.7	-1%
EBITDA	-1.4	0.4	1.5	n.m
EBIT	-2.3	-0.2	0.6	n.m
Tillväxt omsättning	24%	48%	55%	
Bruttomarginal	42%	44%	42%	
EBITDA-marginal	-12%	3%	8%	
EBIT-marginal	-20%	-1%	3%	

*I linje med våra  
förväntningar*

Källa: Redeye Research

West rapport för det tredje kvartalet 2016 var mer eller mindre i linje med våra estimat. West fortsätter sin tillväxtresa och rapporterade en försäljningstillväxt på hela 48 procent. Med tanke på att Q3 är bolagets säsongsmässigt svagaste kvartal var detta mycket starkt. Att lönsamheten avvek i mindre grad från våra estimat är inget vi lägger någon större vikt vid.

### Strategiskt viktigt avtal med OpenSolution

West har skrivit ett femårsavtal med OpenSolution, en av deras historiskt största kunder, med fortsatt leverans av kortterminaler för den nordiska marknaden. Förut har samarbetet främst handlat om OpenSolutions kunder i Sverige, men kommer nu även inkludera Norge och Danmark.

*Fortsatta leveranser till  
OpenSolution*

Vi tycker avtalet är viktigt då OpenSolution är en av de PSP:er i Norden som verkligen ligger i framkant och ser detta som ett kvitto på Wests mycket konkurrenskraftiga erbjudande.

## **Avtal med Stargroup i Australien**

Den största nyheten under kvartalet, som vi redan skrev om i vår förra analysuppdatering, var femårsavtalet och pilotordern med Stargroup gällande kortterminaler. Pilotordern uppgår till fyra miljoner kronor och bolaget har förbundit sig att beställa minst 2 000 terminaler per år under de kommande fem år. Vår initiala uppskattning är att värdet av ordern ligger på omkring 50 miljoner kronor utöver det tillkommer även serviceintäkter.

## **Potential i miljontal**

För att vara konservativa så räknar vi alltså med att ordervärdet ligger på runt 50 MSEK under femårsperioden. Det faktiska värdet och potentialen i samarbete är dock långt större än så. Stargroup har en uttalad målsättning om att bli den största oberoende leverantören av kortterminaler på den Australiensiska marknaden redan i slutet av 2017. Att nå detta mål är självklart inte uppnåeligt med enbart 2000 terminaler per år. Den största oberoende aktören kontrollerar idag cirka 15 000 terminaler. Stargroup är ett publikt bolag noterat på den australiensiska börsen och i Frankfurt, vilket gör att informationsgivningen är mycket god. Dessa uttalande har Stargroup gjort gällande deras satsning på betalkortsterminaler (EFTPOS):

- *”The Boards of both Stargroup and Anthem/Claim Co are committed to this project and the development of the unique software at the EFTPOS terminal to rollout to the greater than **50,000** customer base in the **2017** financial year”.*
- *“.....This will enable Stargroup to fully concentrate on the execution of this acquisition and to accelerate **our blue sky EFTPOS business** opportunities in 2017”*
- *“A large number of current EFTPOS machines in the market are not PayWave ready, creating an opportunity for StarPOS to provide the new technologies to businesses.”*
- *“Stargroup aggressively pushes into independent EFTPOS market with developer of leading European technology”*
- *“Certification and deployment of new technologies **expected in Q1 2017**”*

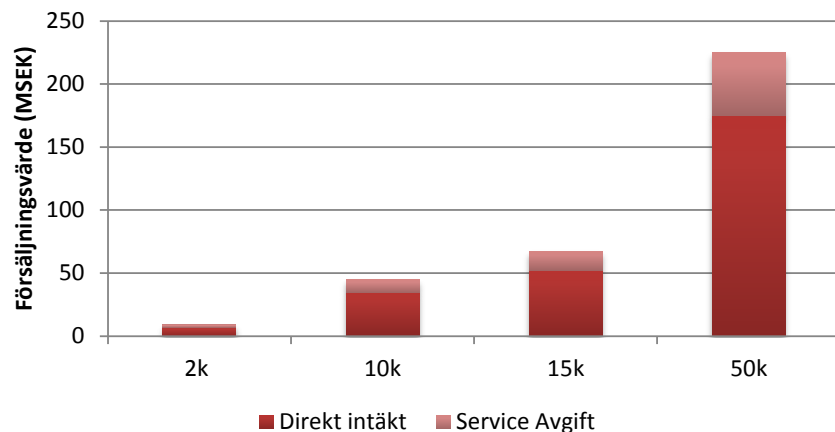
*“.....our blue sky EFTPOS business opportunities in 2017”*

Stargroups uttalanden är minst sagt positiva och de verkar ha en stor tilltro till deras satsning.

*Försäljning av 50 000 terminaler, som faktiskt verkar Stars mål, skulle leda till intäkter på runt 225 MSEK*

Bolaget pratar om att bli den ledande oberoende leverantören, det skulle betyda cirka 15 000 terminaler. Stargroup pratar samtidigt om att de vill få ut sitt erbjudande till hela 50 000 kunder. Vi har gjort en uppskattning kring hur mycket samarbete med Stargroup faktiskt skulle kunna generera till West i ett "blue sky scenario". Försäljning av 50 000 terminaler, som faktiskt verkar Starsgroups mål, skulle leda till intäkter på runt 225 MSEK där cirka 50 MSEK är årliga serviceintäkter. Detta ska sättas i relation till att West under 2016 förväntas omsätta 85 MSEK.

### **Försäljningsvärde för West vid olika antal terminaler**



Källa: Redeye Research

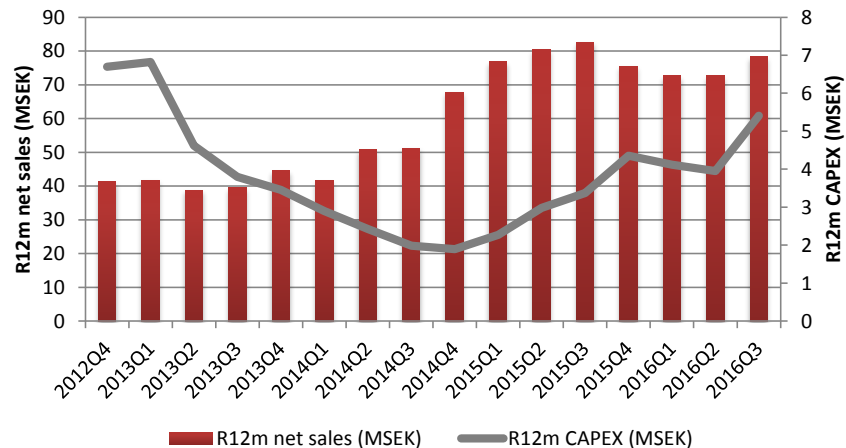
*Idag räknar vi med runt 10 MSEK i försäljning under 2017 i Australien*

Innan vi ser fler beställningar från Stargroup så fortsätter vi vara konservativa i våra estimat. Tilläggas kan att vi idag räknar med runt 10 MSEK i försäljning under 2017 i Australien. I samband med att utrullningen av terminaler under Q1 2017 påbörjas så kommer vi säkert få se fler ordrar. Större affärer skulle bekräfta vår tes om att potentialen i affären med Stargroup är långt större än vad vi idag räknar med och leda till uppjusteringar i våra prognoser.

## Går upp i värdekedjan

Under kvartalet så investerade West cirka 2,2 MSEK i utveckling. Ser vi på rullande tolv månader ligger CAPEX nivån på den högsta nivån sedan Q2 2013. Investeringarna är relaterade till utveckling av deras teknikplattform. Utveckling rör dels förenkling av framtida integrationer, likt den de gjorde tillsammans med Stargroup, men också för att kunna ta en större del av värdekedjan.

### Försäljning och CAPEX (Rullande 12 månader)



Källa: Redeye Research

*Investeringar för att kunna tjäna på transaktionsvolymen*

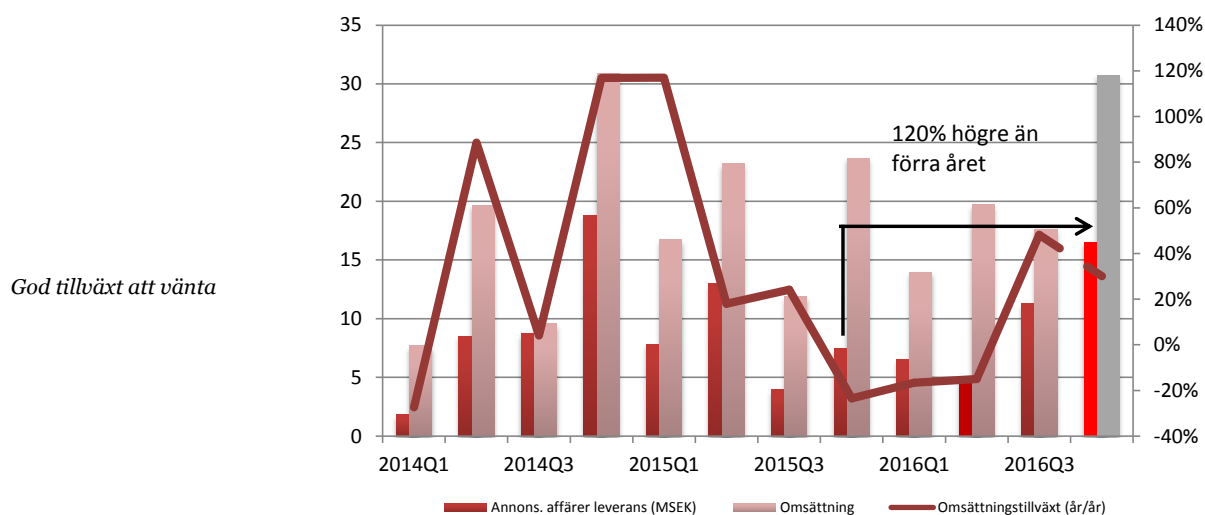
West har under året arbetat hårt med att förbättra deras tekniska infrastruktur, som redan ligger i framkant, gällande hur deras terminaler kopplas in i banknätverk. Förenklat går det att säga att bolaget kommer att ha en befintlig betalväxel integrerad i terminalen. Nya kunder kommer då kunna koppla deras egen betalväxellösning mot betalväxeln i kortterminalen. Detta leder till att integrationen och certifieringen går snabbare samt att den tekniska säkerheten blir långt högre. Denna typ av lösning leder också till att West kommer kunna ta ett "halvt" steg upp i värdekedjan och ta del av transaktionsbaserade intäkter. Den nya strukturen leder inte för den skull till att West börjar konkurrera med sina kunder som tillhandahåller betalväxlar, vilket är viktigt.

Med växande transaktionsbaserade intäkter skulle marginalerna höjas väsentligt, men det är inget vi idag lägger in i våra prognoser. Vi ser denna möjlighet och större volymer från Stargroup som potentiella värdeadderande optioner som vi kommer att börja räkna in i våra prognoser när vi ser mer konkreta affärer.

## Styrkan fortsätter

Vår omsättningsprognos för nästkommande kvartal baseras primärt på antalet annonserade affärer med leverans under perioden och hur nivån förhåller sig till samma period föregående år. Vi använder oss även av uttalanden från bolaget samt tillväxten för Wests återkommande intäkter.

### Annonserade affärer för leverans, omsättning & tillväxt



Källa: West International & Redeye Research

*Två starka kvartal framöver*

För det tredje kvartalet uppgår de annonserade affärerna till cirka 17 MSEK, vilket är 120 procent högre än nivån samma period förra året. Utöver dessa större affärer erhåller även West löpande mindre ordar samt serviceintäkter. Vi anser att detta indikerar en fortsatt styrka för nästkommande kvartal.

### Kvartalsestimat - West International

MSEK	2015 Q4	2016Q 4E
Nettoomsättning	23,7	30,8
Bruttovinst	9,4	12,9
EBITDA	2,6	3,1
EBIT	1,9	2,2
Tillväxt omsättning	-24%	30%
Bruttomarginal	40%	42%
EBITDA-marginal	11%	10%
EBIT-marginal	8%	7%

*Prognos på 30.8 MSEK i nettoomsättning under Q4*

Källa: Redeye Research

För det fjärde kvartalet räknar vi med en omsättning på omkring 30,8 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på cirka 30 procent. Bruttomarginalen förväntas ligga runt 42 procent. Övriga omkostnader

förväntas öka något jämfört med Q3, på grund av incitamentsprogram m.m. Våra antaganden genererar en EBITDA på 3,1 MSEK med EBIT på 2,2 MSEK.

### Starka år framöver

Vi har inte gjort några större justeringar av våra estimat efter rapporten. Vi ser det som sannolikt att Wests stora genombrott utomlands, försäljningsmässigt, kommer ske under nästa år. Vi har en stark framtidstro på bolagets fortsatta tillväxtresa.

*Inga större förändringar*

<b>Estimatförändringar</b>			
<b>MSEK</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>Omsättning</b>			
Gammal	<b>86</b>	<b>133</b>	<b>179</b>
Ny	<b>85</b>	<b>131</b>	<b>177</b>
% förändring	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>	<b>-1%</b>
<b>EBITDA</b>			
Gammal	<b>8</b>	<b>18</b>	<b>27</b>
<i>marginal</i>	9,3%	13,5%	15,1%
Ny	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>27</b>
<i>marginal</i>	8,7%	13,8%	15,0%
% förändring	<b>-7%</b>	<b>1%</b>	<b>-1%</b>
<b>EBIT</b>			
Gammal	<b>5</b>	<b>13</b>	<b>20</b>
<i>marginal</i>	5,8%	9,8%	11,2%
Ny	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>19</b>
<i>marginal</i>	4,8%	9,8%	10,9%
% förändring	<b>-17%</b>	<b>-1%</b>	<b>-4%</b>

Källa: Redeye Research



## Värdering – Base-case

Vårt motiverade värde per aktie höjs något till 7,0 (6,9) SEK per aktie. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 20 procent mellan åren 2015-2024 och en genomsnittlig EBIT-marginal på 14 procent. Vidare antar vi att marginalen är expanderande då bolagets affärsmodell inom Kortterminaler är skalbar och uppgår till 18 procent i mognadsfasen. Vi väljer att anta en terminaltillväxt av FCF på 4 procent, vilket är i nivå med BNP då bolaget efter 10 år har en så pass stor andel av marknaden att tillväxten krymper nedåt. Potentialen sett till vårt Base-case uppgår till 25 procent då kursen har backat något den senaste tiden.

Vårt motiverade värde uppgår till 7,0 SEK per aktie

West International Base-case			
Antaganden:	2015-24	DCF-värde	
CAGR försäljning	20%	WACC	13,9%
EBIT-marginal (medel)	14%	Nuvärde av FCF	79
		Nuvärde av Terminal Value	70
<b>Mognadsfasen</b>			
Terminaltillväxt av FCF	4,0%	EV	149
Terminal EBIT-marginal	18%	Nettokassa	10
		Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigerig	0
		<b>DCF-värde</b>	<b>159</b>
		<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>7,0</b>
		Dagens aktiekurs	5,6
		<b>Potential/Risk</b>	<b>25%</b>

Källa: Redeye Research

Vi fortsätter att hävda att prissättningen av aktien idag, anser vi, tyder på att marknaden fortfarande är något tveksam om West kommer lyckas utomlands. Vi menar att bolaget fortsätter leverera på våra förväntningar, vi räknar med att marknader utanför Sverige kommer stå för en stor andel av försäljningen inom 2-4 år.

## 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 vill dock påvisa att en EV/Sales runt 2x inte är en omotiverad värdering för en POS-leverantör som West, när de väl har vuxit på sig och ökat sin lönsamhet. Givet vår prognos tycker vi West ser attraktiv ut i ett relativperspektiv, primärt när vi höjer blicken mot 2017 när expansionen utomlands börjar generera resultat.

### Peer värdering West International (MSEK)

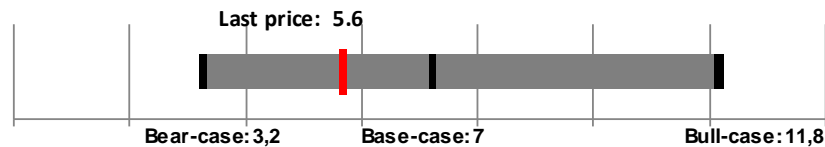
Bolag	Mcap	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Omsättningstillväxt		EBITDA-marginal	
			2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Ingenico	44 780	42 500	1,9x	1,8x	9,5x	8,6x	9%	8%	20%	21%
Verifone	24 106	16 731	0,9x	0,9x	6,3x	6,2x	4%	5%	15%	15%
Cardtronics	26 211	22 555	2,0x	1,9x	7,7x	7,3x	14%	5%	25%	25%
Pax	3 823	5 997	1,6x	1,4x	7,1x	6,2x	21%	12%	22%	23%
StrongPoint	640	605	0,6x	0,6x	6,9x	8,9x	-10%	-12%	8%	7%
<b>Medel</b>	<b>19 912</b>	<b>17 678</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,3x</b>	<b>7,5x</b>	<b>7,4x</b>	<b>8%</b>	<b>4%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>
<b>Median</b>	<b>24 106</b>	<b>16 731</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,4x</b>	<b>7,1x</b>	<b>7,3x</b>	<b>9%</b>	<b>5%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>
<b>West International</b>	<b>126</b>	<b>116</b>	<b>1,4x</b>	<b>0,9x</b>	<b>15,5x</b>	<b>6,4x</b>	<b>13%</b>	<b>54%</b>	<b>9%</b>	<b>14%</b>

Källa: Bloomberg & Redeye Research

## Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 11,8 SEK per aktie, 110 procent potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 3,2 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om cirka -40 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 3,2 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. 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. Vi räknar här med att bolaget kan nå EBIT marginaler närmare 19 procent i sin mognadsfas vilket är i nivå med Verifone, Ingenico och PAX. Vidare räknar vi med att bolaget kan behålla sin ROIC något över bolagets WACC under denna mognadsfas och växa med 4 procent per år. Vårt motiverade värde i Bull-case uppgår till 11,8 SEK per aktie.

### Katalysatorer för värdeökning

Fortsatt ser vi nya större annonserade affärer som värdedrivare 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.

*Genombrottsaffär på en ny geografisk marknad kan skapa en högre värdering*

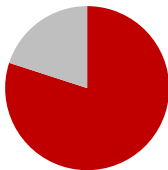
## Sammanfattning Redeye Rating

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:

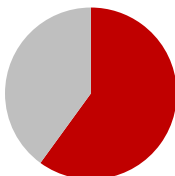
Ingen förändring i Rating.

#### Ledning 8.0p



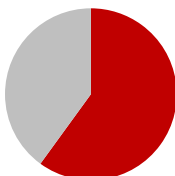
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt. 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 6.0p



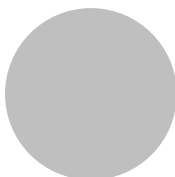
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 25 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt 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



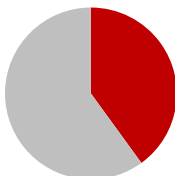
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt 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 0.0p



West har under de flesta år uppvisat ett negativt resultat, vi har dock goda förhoppningar om att detta inte kommer vara fallet framöver. Dock använder vi oss utav historiska nycketal vid bedömning bolagets lönsamhet vilket leder till det låga betyget.

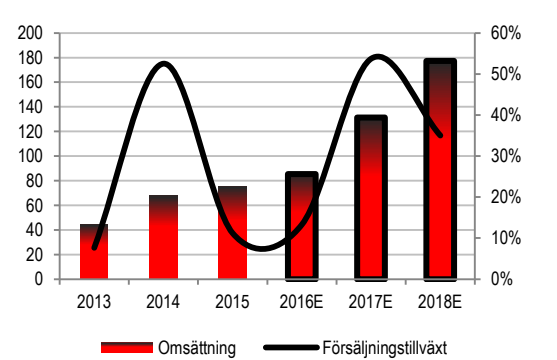
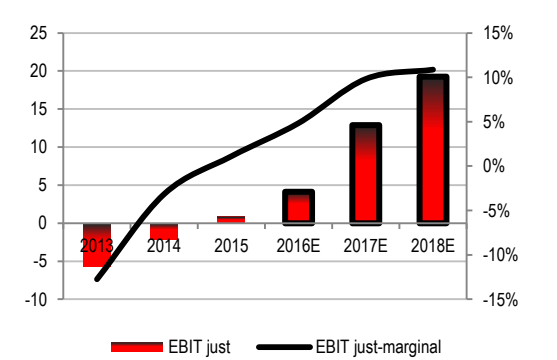
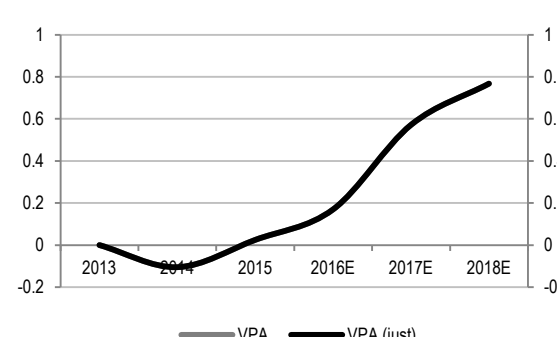
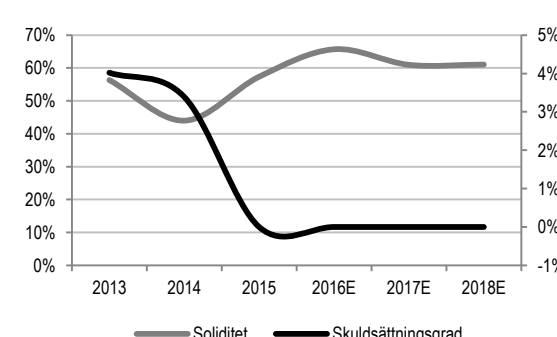
#### Finansiell styrka 4.0p



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

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	68	75	85	131	177
Summa rörelsekostnader	-65	-70	-78	-113	-151
<b>EBITDA</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>27</b>
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-4	-3	-5	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>19</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>-3</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>19</b>
Skatt	1	0	0	0	-2
<b>Nettoreultat</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>17</b>
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	1	11	13	17
Kundfordringar	19	10	15	25	37
Lager	9	10	14	24	32
Andra fordringar	2	3	3	5	7
<b>Summa omsättn.</b>	<b>37</b>	<b>23</b>	<b>43</b>	<b>67</b>	<b>93</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	0	0	0	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.	5	6	8	10	12
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>13</b>
Uppsk. skatteford.	5	5	5	5	5
<b>Summa tillgångar</b>	<b>47</b>	<b>35</b>	<b>57</b>	<b>82</b>	<b>111</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	20	12	15	26	35
Kortfristiga skulder	1	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	5	3	3	5	7
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>26</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>43</b>
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>26</b>	<b>15</b>	<b>19</b>	<b>32</b>	<b>43</b>
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	1	1	1	1
Eget kapital	21	21	37	50	68
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>37</b>	<b>50</b>	<b>68</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>47</b>	<b>37</b>	<b>57</b>	<b>82</b>	<b>111</b>
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	68	75	85	131	177
Sum rörelsekost.	-65	-70	-78	-113	-151
Avskrivningar	-5	-4	-3	-5	-7
<b>EBIT</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>19</b>
Skatt på EBIT	0	0	0	0	-2
<b>NOPLAT</b>	<b>-2</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>13</b>	<b>17</b>
Avskrivningar	5	4	3	5	7
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>3</b>	<b>5</b>	<b>7</b>	<b>18</b>	<b>25</b>
Föränd. i rörelsekap	-2	-2	-6	-9	-11
Investeringar	-2	-6	-6	-7	-10
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>4</b>
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	44%	57%	66%	61%	61%
Skuldsättningsgrad	3%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-6	-1	-11	-13	-17
Sysselsatt kapital	15	20	26	37	51
Kapit. oms. hastighet	1.4	2.2	1.5	1.6	1.6
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	53%	11%	13%	54%	35%
VPA-tillväxt (just)	0%	-124%	584%	237%	34%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK				
WACC	13.9 %				
Antaganden 2016-2022					
Genomsn. förs. tillv., FRIT-marginal	29.2 %	Motiverat värde per aktie, SEK			<b>7.7</b>
	12.4 %	Börskurs SFK			5.9
Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-11%	2%	13%	30%	30%
ROCE	-11%	4%	14%	30%	33%
ROIC	-10%	4%	19%	49%	47%
EBITDA-marginal	4%	7%	9%	14%	15%
EBIT-marginal	-3%	1%	5%	10%	11%
Netto-marginal	-3%	1%	5%	10%	10%
Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0.11	0.02	0.17	0.57	0.77
VPA just	-0.11	0.02	0.17	0.57	0.77
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.30	-0.04	-0.47	-0.58	-0.74
Antal aktier	18.78	19.06	22.78	22.78	22.78
Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	49.7	65.0	122.0	119.6	115.9
P/E	-28.0	141.0	34.7	10.3	7.7
P/S	0.8	0.9	1.6	1.0	0.8
EV/S	0.7	0.9	1.4	0.9	0.7
EV/EBITDA	16.7	12.7	16.3	6.7	4.4
EV/EBIT	-23.2	77.8	29.4	9.3	6.0
P/BV	2.7	3.1	3.6	2.6	2.0
Aktiens utveckling	Tillväxt/år			14/16e	
1 mån	-1.7 %	Omsättning		12.2 %	
3 mån	5.4 %	Rörelseresultat, just		♦	
12 mån	28.8 %	V/A, just		♦	
Årets Början	24.5 %	EK		34.2 %	
Aktiestructur %	Röster		Kapital		
NORDNET PENSIONSFÖRSÄKRING AB	16.0 %	16.0 %	16.0 %	16.0 %	
AVANZA PENSION	9.8 %	9.8 %	9.8 %	9.8 %	
FAMILJEN ROGGENTIN MED BOLAG	8.3 %	8.3 %	8.3 %	8.3 %	
ELEMENTA	6.2 %	6.2 %	6.2 %	6.2 %	
JÖRGEN NORDLUND (PRIVAT OCH MED BOLAG)	5.8 %	5.8 %	5.8 %	5.8 %	
GÖRAN SPARRDAL	4.7 %	4.7 %	4.7 %	4.7 %	
STEN KARLSSON (PRIVAT, FAMILJ. BOLAG)	3.0 %	3.0 %	3.0 %	3.0 %	
ROGER ANDERSSON	2.5 %	2.5 %	2.5 %	2.5 %	
Aktien					
Reuterskod					
Lista					
Kurs, SEK					5.9
Antal aktier, milj					22.5
Börsvärde, MSEK					132.8
Bolagsledning & styrelse					
VD					Sten Karlsson
CFO					Per Ersson
IR					
Ordf					Christina Detlefsen
Nästkommande rapportdatum					
Analytiker					Redeye AB
Kristoffer Lindström					Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
kristoffer.lindstrom@redeye.se					114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~45</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~70</td> <td>~55%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~75</td> <td>~25%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~85</td> <td>~35%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~135</td> <td>~55%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~180</td> <td>~45%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2013	~45	~10%	2014	~70	~55%	2015	~75	~25%	2016E	~85	~35%	2017E	~135	~55%	2018E	~180	~45%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) &amp; Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~-2</td> <td>~-10%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-1</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~1</td> <td>~8%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~4</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~13</td> <td>~12%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~19</td> <td>~11%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2013	~-2	~-10%	2014	~-1	~5%	2015	~1	~8%	2016E	~4	~10%	2017E	~13	~12%	2018E	~19	~11%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2013	~45	~10%																																									
2014	~70	~55%																																									
2015	~75	~25%																																									
2016E	~85	~35%																																									
2017E	~135	~55%																																									
2018E	~180	~45%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2013	~-2	~-10%																																									
2014	~-1	~5%																																									
2015	~1	~8%																																									
2016E	~4	~10%																																									
2017E	~13	~12%																																									
2018E	~19	~11%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~0.0</td> <td>~0.0</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~-0.1</td> <td>~-0.1</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~0.0</td> <td>~0.0</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~0.1</td> <td>~0.1</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0.5</td> <td>~0.5</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~0.8</td> <td>~0.8</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2013	~0.0	~0.0	2014	~-0.1	~-0.1	2015	~0.0	~0.0	2016E	~0.1	~0.1	2017E	~0.5	~0.5	2018E	~0.8	~0.8	 <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~55%</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>~45%</td> <td>~3%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~55%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>~65%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~60%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~60%</td> <td>~0%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2013	~55%	~4%	2014	~45%	~3%	2015	~55%	~0%	2016E	~65%	~0%	2017E	~60%	~0%	2018E	~60%	~0%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2013	~0.0	~0.0																																									
2014	~-0.1	~-0.1																																									
2015	~0.0	~0.0																																									
2016E	~0.1	~0.1																																									
2017E	~0.5	~0.5																																									
2018E	~0.8	~0.8																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2013	~55%	~4%																																									
2014	~45%	~3%																																									
2015	~55%	~0%																																									
2016E	~65%	~0%																																									
2017E	~60%	~0%																																									
2018E	~60%	~0%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p><b>Kristoffer Lindström äger aktier i bolaget West International: Ja</b></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 kunders 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**

Redeys 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 Redeys 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 Redeys analysbevakning**

Redeys 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 Redeys 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 (2016-12-14)**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	41	42	20	8	19
3,5p - 7,0p	73	63	95	36	45
0,0p - 3,0p	9	18	8	79	59
Antal bolag	123	123	123	123	123

\*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.