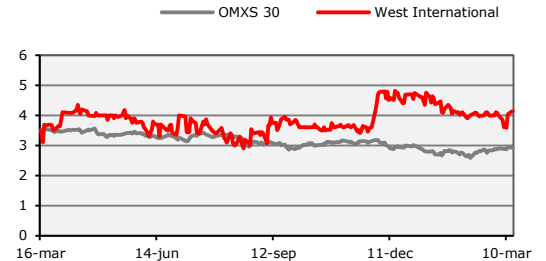


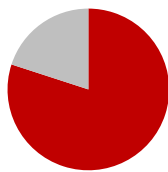
Sammanfattning
West International (WINT.ST)
Tar stormsteg utomlands

- Wests Q4 rapport föll ut mer eller mindre som vi hade förväntat oss. Bolaget är nu mitt inne sin geografiska expansion som vi länge talat om och marknad efter marknad aviseras, nu senast Tyskland och Finland. Bolaget guidar för ett något svagare första kvartal men det har ingen påverkan på vår långsiktiga bild av caset.
- Bolaget har i inledningen av 2016 även skaffat sig ett extra emissionsbemyndigande samt tecknat sin största affär någonsin med MAX Hamburgerrestauranger. West fortsätter också att bygga serviceintäkter i takt med att den installerade basen växer, vilket skapar både stabilitet och värde i bolaget.
- Vi upprepar vårt motiverade värde, i Base-case, på 5,5 SEK per aktie. Prissättningen av aktien idag tyder på en skepticism hos marknaden kring Wests eventuella framgång utomlands. Vi menar att bolaget fortsätter övertyga och leverera på våra förväntningar och ser en fortsatt god potential i aktien.

Lista: 74 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Tomas Rudenstam
 Styrelseordf:

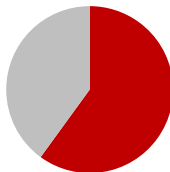

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



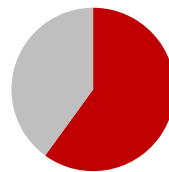
8,0 poäng

Ägarskap



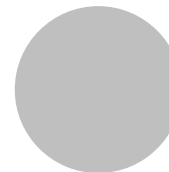
6,0 poäng

Vinstutsikter



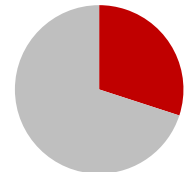
6,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



3,0 poäng

Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E	Fakta	
Omsättning, MSEK	68	75	96	152	196	Aktiekurs (SEK)	3,9
Tillväxt	53%	11%	28%	58%	29%	Antal aktier (milj)	18,8
EBITDA	3	5	8	18	24	Börsvärde (MSEK)	74
EBITDA-marginal	4%	7%	8%	12%	12%	Nettoskuld (MSEK)	-4
EBIT	-2	1	3	16	19	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	Neg	1%	3%	10%	10%	Dagl oms. ('000)	50
Resultat före skatt	-3	1	3	16	19		
Nettoreultat	-2	0	3	16	17		
Nettomarginal	Neg	1%	4%	10%	9%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	-0,11	0,03	0,18	0,85	0,91	Kristoffer Lindström	
P/E	Neg	188,2	21,7	4,6	4,3	kristoffer.lindstrom@redeye.se	
EV/S	0,7	1,1	0,7	0,4	0,3		
EV/EBITDA	16,7	16,1	8,7	3,4	2,3		

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.

Helt enligt plan

Driftsatt terminaler i både Tyskland och Finland

West fortsätter leverera på sina plan om expansion utomlands. Nu senast har bolaget driftsatt terminaler i både Tyskland och Finland. Bolaget har även presenterat flertalet intressanta nyheter efter periodens utgång. Dit kan räknas ett emissionsbemyndigande, bolagets största order någonsin till Max Hamburgerrestauranger samt en leverans till ABSA Bank i Sydafrika. Vidare vill vi även belysa att intäktsstabiliteten fortsätter att öka i West (genom ökade serviceintäkter). Enligt vår bedömning stod de repetitiva intäkterna för 11 procent av nettoomsättning under 2015, vilket bidragit till en ökad lönsamhet och minskar den finansiella risken i bolaget.

Q4 rapport enligt förväntan

Wests rapport för det fjärde kvartalet var mer eller mindre i linje med våra förväntningar. Bolaget rapporterade en nettoomsättning på 24,5 MSEK (prognos på 23,7) och ett EBITDA resultat om 2,6 MSEK (marginal på 11 procent mot vår prognos om 10 procent). Störst avvikelse (på den positiva sidan) var det på EBIT nivå, främst drivet av lägre avskrivningar än vad vi hade räknat med.

West International: Estimat vs. Utfall				
	2014	2015	2015	Diff %
MSEK	Q4	Q4E	Q4A	
Nettoomsättning	30.9	24.5	23.7	-3%
COGS	17.8	14.2	14.2	
% försäljning	58%	58%	60%	
Bruttovinst	13.1	10.3	9.4	-8%
non-rec	0.0	0.0	0.1	
SG&A	9.4	7.7	6.8	
% försäljning	30%	32%	29%	
EBITDA	3.7	2.5	2.6	3%
Just. EBITDA			2.7	
EBIT	2.5	1.2	1.9	53%
Tillväxt omsättning	117%	-21%	-24%	
Bruttomarginal	42%	42%	40%	
EBITDA-marginal	12%	10%	11%	
EBIT-marginal	8%	5%	8%	

På grund av den extremt starka Q4 under 2014 förväntade vi oss ett försäljningstapp och så blev även fallet

Källa: Redeye Research

På grund av det extremt starka fjärde kvartalet under 2014 förväntade vi oss ett försäljningstapp och så blev även fallet. Valutakursförluster påverkade det rapporterade resultat enbart i mindre grad (valutakursförluster om -0,1 MSEK). Bruttomarginalen var något under vår prognos, 40 mot 42 procent. Nedgången berodde främst på att andelen leveranser till ABSA Bank var högre än vanligt, vilket påverkar bruttomarginalen något negativt. Bolaget menar vidare att de räknar med en mindre försäljningsnedgång under kommande kvartal, främst på grund av säsongsvariationer mellan kvartalen, men är alltså positiva till en försäljningstillväxt under lönsamhet för helåret 2016.

*Förbättrad lönsamhet på
framtida ordar till ABSA
Bank*

Förbättrad marginal framöver i Sydafrika

Efter kvartalets utgång annonserades att ABSA Bank blir den första banken i Sydafrika med kontaktlösa betalningar (på deras kontor) genom att West levererar NFC-kompatibla terminaler. Terminalerna som levereras innehåller Wests certifierade betalapplikation, vilket medför både fasta och återkommande licensavgifter för West. Då framtida terminalerleveranser kommer inkludera Wests betalapplikation så borde lönsamhet förbättras på beställningarna till ABSA Bank.

En emission(?) för tillväxt

Den 2 mars höll West en extra bolagsstämma där styrelsen bemyndigades möjligheten att genomföra en eventuell framtida nyemission. Bolaget ser ett flertal intressanta affärsmöjligheter och vill kunna ta tillvara på dessa om tillfälle ges. En offensiv emission är något som vi ställer oss mycket positiva till i det läget bolaget befinner sig. Styrelsen bemyndigades att utöka antalet aktier med maximalt 3 721 133 stycken.

*Styrelsen bemyndigades
att utöka antalet aktier
med maximalt 3 721 133
stycken*

Utvecklingen av likviditeten och skuldsättningsgraden har varit god de senaste kvartalen och West sitter nu på en nettokassa om 7 MSEK med en outnyttjad checkräkningskredit på 6 MSEK. Sett till historiken har den finansiella styrkan knappt varit starkare. En emission kommer inte handla om att lösa bolagets finansiella situation utan vara en offensiv handling för att snabba på tillväxtresan. Givet bemyndigandet är det troligt att ett eventuellt emissionsbelopp kommer ligga mellan 8-15 MSEK.

Likviditetsmått & skuldsättningsgrad					
	2012	2013	2014	2015	2016e
Likvida medel	3	1	6	7	3
Kortfristiga fordringar	8	13	21	13	20
Outnyttjad Checkkredit	3	4	4	6	6
Varulager	4	3	9	11	12
Kortfristiga skulder	13	13	26	18	22
Kassalikviditet	1,0x	1,4x	1,2x	1,4x	1,3x
Balanslikviditet	1,3x	1,7x	1,6x	2,0x	1,9x
Skulder	13	13	26	18	22
Eget Kapital	14	17	21	21	23
Skuldsättningsgrad	0,9x	0,8x	1,2x	0,9x	1,0x

Källa: Redeye Research & West International

Den geografiska expansionen går enligt plan

Efter att bokslutsrapporten har West presenterat två viktiga nyheter kopplad till deras internationella expansion. West har nu driftsatt terminaler i Tyskland och Finland, en stor milstolpe för bolaget och ett viktigt steg framåt.

Åk till Tyskland och betala i en terminal från West

De första terminalerna har driftsatts på restaurangen Hooters i centrala Frankfurt. Lanseringen i Tyskland sker i partnerskap med Jarltech Europe GmbH, en ledande distributör av kassautrustning i Europa.

Tyskland är en mycket intressant marknad som med all sannolikhet kommer befinna sig under hög tillväxt framöver. I Tyskland finns det enligt Bank for International Settlements (BIS) omkring 770 000 terminaler i drift, detta motsvarar 9,5 stycken per tusen invånare. I kontrast till de nordiska marknaderna är den tyska marknaden relativt omogen när det kommer till kortanvändning och den finansiella infrastrukturens utbredning.

Vi betraktar Tyskland som en tillväxtmarknad

I Tyskland används det fortfarande relativt mycket kontanter men likt de flesta andra länderna i världen används kort allt oftare och kontanterna i samhället minskar. 2009 gjordes det omkring 30 kortköp per invånare under 2014 låg denna siffra strax över 40 stycken. Vi räknar Tyskland som ett tillväxtland, vad det gäller uppgradering av landets finansiella infrastruktur, och ser det som sannolikt att en ökad kortanvändning även kommer leda till en större bas av kortterminaler i landet. Långsiktigt borde antalet terminaler per tusen invånare närma sig 20, likt de nordiska länderna. Vi uppskattar att marknaden i Tyskland är värd ca 1 200 MSEK på årsbasis (för 2014).

Kortterminalmarknaden Tyskland	
År	2014
Antal terminaler	766 367
Antal per 1 000 invånare	9,5
Tillväxt antal terminaler (5%)	38 318
Terminaler som byts ut	153 273
Uppskattat marknadsvärde nyförsälj. (MSEK)	671
Marknadsvärde serviceavgift / år	531
Totalt marknadsvärde	1 202

Källa: BIS, Redeye Research

Finland är moget men intressant

Den första kortterminalen har driftsatts på den finska marknaden på Café Esplanad i centrala Helsingfors. West har tecknat ett distributionsavtal med Kassamagneetti Oy som är en av Finlands ledande leverantörer av kassasystem till hotell, restauranger och arenor.

I Finland finns det uppskattningsvis 200 000 terminaler i drift, detta motsvarar 38 terminaler per tusen invånare. Marknaden är relativt mogen och vi räknar med en något långsammare tillväxt av terminalbasen och uppskattar att marknaden är värd närmare 300 MSEK på årsbasis.

*Finland är värd närmare
300 MSEK per år*

Kortterminalmarknaden Finland	
	2014
Kontanter andel av BNP (%)	--
Antal kortterminaler	205 200
Antal per 1 000 invånare	38
Tillväxt antal terminaler (2%)	4 104
Terminaler som byts ut	41 040
Uppskattat marknadsvärde nyförsälj. (MSEK)	158
Marknadsvärde serviceavgift / år	138
Totalt marknadsvärde	296

Källa: Riksbanken & Redeye Research

Partnerskapen är nyckeln

West geografiska expansion bygger på partnerskap med etablerade aktörer. Exempel på sådana är Interblox i Asien, Jarltech i Tyskland, Kassamagneetti i Finland och ABSA i Sydafrika. Vi menar att dessa typer av samarbeten är en nyckel för en lyckad expansion internationellt och vi förväntar oss nyheter om flertalet partnerskap med ytterligare aktörer de kommande åren både på befintliga och nya marknader.

*Vi förväntar oss nyheter
om flertalet partnerskap
med ytterligare aktörer de
kommande åren*



West har varit verksamma inom kassautrustningsmarknaden under en lång tid och har lyckats bygga starka affärsrelationer med ett flertal aktörer på marknaden. Dessa relationer är sannolikt en starkt bidragande faktor till de annonserade partnerskapen då Jarltech, Kassamagneetti och Interblocks är leverantörer av kassautrustning och inte en typisk PSP (bolag som enbart tillhandahåller en betalväxel) som tidigare varit Wests primära kunder. Med all sannolikhet ser flertalet leverantörer av kassautrustning möjligheten att bredda sina erbjudanden (gå upp i värdekedjan), detta ökar potentialen för en aktör som West då kundbasen breddas.

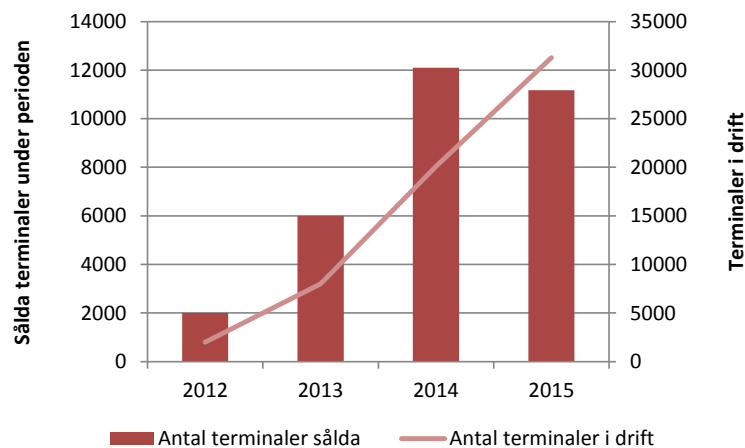
Intäktsstabiliteten fortsätter öka

Intäktsstabiliteten fortsätter att öka i West och är sannolikt en bidragande faktor bakom marginalexpansionen under 2015.

Wests genererar intäkter på kortterminalsidan både genom försäljningen av terminalerna samt serviceintäkter per månad. Under 2015 sålde West omkring 11 000 stycken terminaler och sedan 2012 har bolaget levererat närmare 32 000 enheter. Vid vår beräkning av serviceavgifterna antar vi att snittintäkten uppgår till 55 SEK/månad och terminal.

Antal sålda terminaler samt antal i drift (estimat)

Sannolikt närmare 32 000 terminaler i drift, men alla genererar inte en repetitiv intäkt

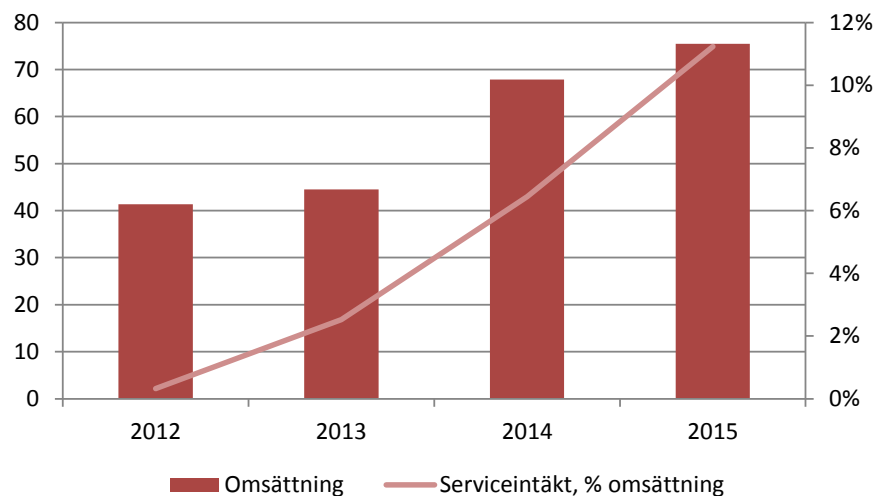


Källa: Redeye Research, West International

Tidigare har terminaler som levererats till ABSA Bank inte innehållit betalapplikationen, vilket gör att vi inte kan anta att alla sålda terminaler genererar en serviceintäkt. Baserat på helårsförsäljningen räknar vi med att den repetitiva intäktsdelen står för cirka 11 procent av intäkterna, en signifikant ökning jämfört med 2014 då siffran låg på närmare 6 procent.

Cirka 8 MSEK i serviceintäkter under 2015

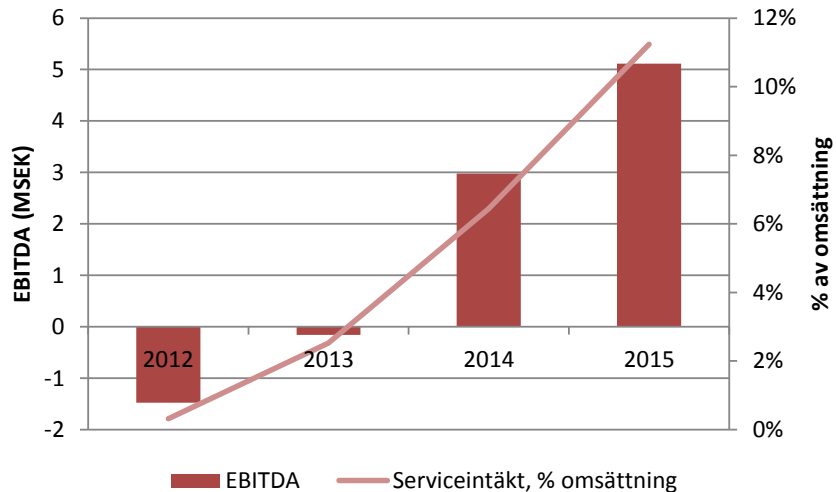
Omsättning, serviceintäkt % av omsättning (estimat)



Källa: Redeye Research, West International

Den ökande andelen med serviceintäkter leder även till förbättrade marginaler samt en ökad intäktsstabilitet. I diagrammet nedan visar vi på EBITDA-resultatet samt andelen repetitiva serviceintäkter i förhållande till försäljningen.

EBITDA, serviceintäkt % av omsättning (estimat)



Källa: Redeye Research, West International

Resultatförbättringen beror inte enbart på att serviceintäkterna ökar, men det är sannolikt en bidragande faktor. Vi räknar med att de repetitiva intäkterna kommer fortsätta att öka genom en allt större installerad bas av terminaler framöver. Den ökade intäktsstabiliteten bidrar till att den finansiella risken minskar i West och kan avspeglas i värderingen genom ett lägre avkastningskrav.

Max hamburgare, ett större avtal

West har tecknat ett nytt flerårigt avtal med MAX Hamburgerrestauranger om leverans av självbetjäningsskiosker. Avtalet är värt omkring 15 MSEK under 2016. Detta är den största affären någonsin inom självbetjäning och bådär gott inför framtiden.

Självbetjäning från West



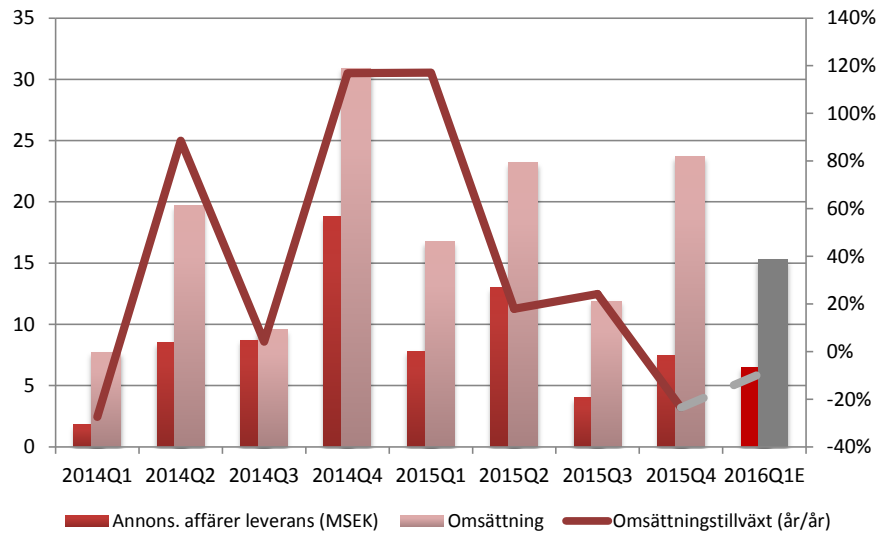
Källa: West International

Nästkommande kvartal något svagare

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 samt ett antagande om återkommande intäkter.

Annonserade affärer för leverans, omsättning & tillväxt

*Något lägre försäljning
att vänta*



Källa: West International & Redeye Research

Annonserade affärer med leverans under första kvartalet uppgår till cirka 7 MSEK, jämfört med samma period föregående år motsvarar det en nedgång med -17 procent. Utöver dessa affärer erhåller bolaget löpande mindre ordar samt serviceintäkter. I bokslutet uppger West att de förväntar sig en negativ tillväxt under första kvartalet. Vi anser att dessa kvartalsvisa fluktuationer är av mindre vikt då det största värdet i West ligger några år framåt, när försäljningen på de nya marknaderna på börjar ta fart på riktigt.

Kvartalsestimat - West International

MSEK	2015 Q1	2016 Q1E
Nettoomsättning	16,6	15,2
Bruttovinst	7,2	6,4
EBITDA	1,2	0,0
EBIT	-0,1	-1,2
Tillväxt omsättning	117%	-9%
Bruttomarginal	43,3%	42,1%
EBITDA-marginal	7,0%	0,0%
EBIT-marginal	-0,8%	-7,7%

Prognos på 15,2 MSEK i nettoomsättning under Q1

Källa: Redeye Research

För nästa kvartal räknar vi med en omsättning på omkring 15 MSEK, vilket alltså motsvarar ett omsättningstapp på cirka -9 procent. Vi räknar med en bruttomarginal runt 42 procent, högre än under Q4 drivet av en bättre produktmix och höjda marginaler på leveranserna till ABSA Bank. Vi räknar med att övriga omkostnader kommer ligga på ungefär samma nivåer som under Q3 och Q4 2015. Dessa antaganden genererar en estimerad EBITDA runt nollstrecket.

Enbart mindre justeringar

Q4 rapporten medför inga större justeringar av våra prognoser. I tabellen nedan sammanfattas våra estimatförändringar jämfört med föregående analysuppdatering.

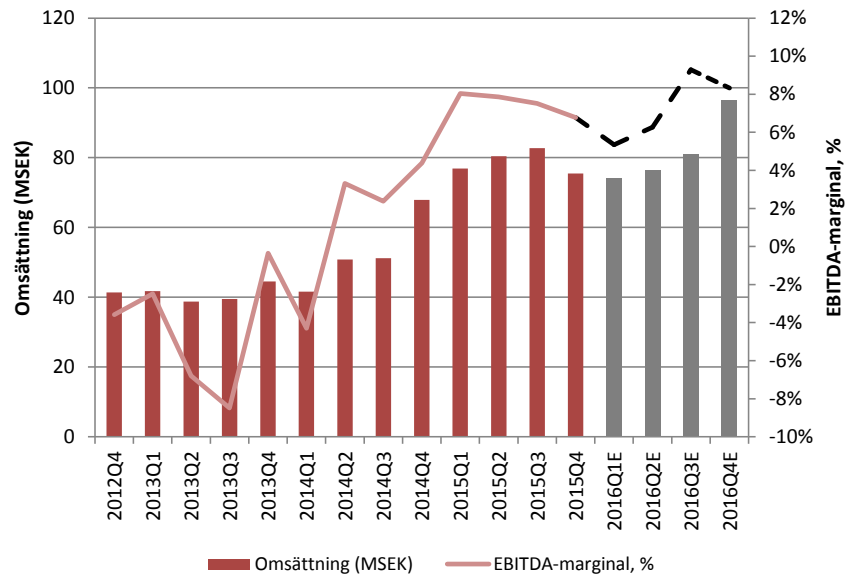
Estimatförändringar

MSEK	2016E	2017E
Omsättning		
Gammal	94	151
Ny	96	152
% förändring	3%	1%
EBITDA		
Gammal	8	17
marginal	8,5%	11,3%
Ny	8	18
marginal	8,3%	12,0%
% förändring	0%	8%
EBIT		
Gammal	3	14
marginal	3,2%	9,3%
Ny	3	16
marginal	3,5%	10,4%
% förändring	12%	13%

Inga större förändringar i våra estimat

Source Redeye Research

Vi räknar med att den ökade försäljningen av kortterminaler kommer fortsätta att lyfta bolagets marginaler. Nedan illustreras vår försäljningsprognos samt marginalantaganden sett på rullande 12 månader (R12M)

R12M: Omsättning (MSEK) & EBITDA-marginal, %


Källa: West International & Redeye Research

I nedanstående tabell illustreras våra långsiktiga estimat för West. Vi räknar med att den starkaste tillväxten kommer ske under H2 2016 och framåt.

West International resultaträkning
Base-case

MSEK	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e
Försäljning	44	68	75	96	152	196	250
COGS	-26	-39	-44	-57	-87	-110	-136
Bruttovinst	19	28	31	39	65	86	114
SG&A	-19	-25	-26	-31	-47	-63	-81
EBITDA	0	3	5	8	18	24	32
D&A	-5	-5	-4	-5	-2	-5	-7
EBIT	-5	-2	1	3	16	19	25
Finans Net	0	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-5	-3	1	3	16	19	26
Skatt	1	1	0	0	0	-2	-5
Nettovinst	-4	-2	0	3	16	17	21

Tillväxt, marginaler och värde drivare

Försäljningstillväxt		53%	11%	28%	58%	29%	27%
Bruttomarginal	42%	42%	41%	41%	43%	44%	46%
EBITDA marginal	0%	4%	7%	8%	12%	12%	13%
EBIT marginal	-12%	-3%	1%	3%	10%	10%	10%
CAPEX	4	2	4	6	8	11	21
NWC	4	6	6	11	12	16	17
ROIC	-31%	-10%	4%	24%	76%	60%	47%

Källa: Redeye Research & West International

Värdering – Base-case

Vi gör enbart några mindre justeringar av våra estimat och upprepar vårt motiverade värde på 5,5 SEK per aktie. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 21 procent mellan åren 2015-2024 och en genomsnittlig EBITDA-marginal på 10 procent. Vidare antar vi att marginalen är expanderande då bolagets affärsmodell inom Kortterminaler är skalbar och uppgår till 17 procent i mognadsfasen. Vi väljer att anta en terminal tillväxt 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 31 procent.

Vi upprepar vårt motiverade värde på 5,5 SEK per aktie.

West International Base-case			
Antaganden:	2015-24	DCF-värde	
CAGR försäljning	21%	WACC	14,5%
EBITDA-marginal (medel)	10%	Nuvärde av FCF	39
ROIC (medel)	38%	Nuvärde av Terminal Value	58
Mognadsfasen		EV	97
Terminal tillväxt av FCF	4,0%	Nettokassa	7
Terminal EBITDA-marginal	17%	Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigerig	0
		DCF-värde	104
		Motiverat värde per aktie	5,5
		Dagens aktiekurs	4,2
		Potential/Risk	33%

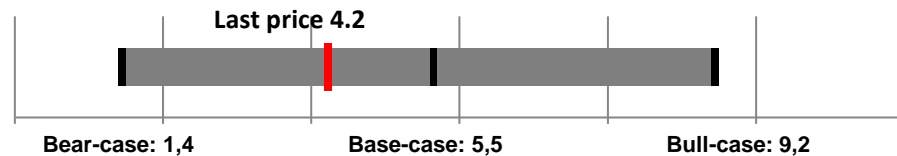
Source: Redeye Research

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.

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 9,2 SEK per aktie, 120 procent potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 1,4 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om -66 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.

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 EBITDA marginaler närmare 22 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.

Genombrotts affär på en ny geografisk marknad kan skapa en högre värdering

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.

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	52 592	54 955	2,5x	2,2x	11,3x	10,1x	9%	9%	22%	22%
VeriFone	25 767	32 466	1,8x	1,7x	9,6x	8,8x	9%	6%	19%	19%
Cardtronics	13 221	17 864	1,7x	1,7x	6,7x	6,7x	4%	-1%	26%	26%
Pax	8 879	6 554	1,8x	1,6x	8,1x	6,8x	15%	17%	23%	23%
StrongPoint	580	645	0,6x	0,6x	6,9x	6,7x	-12%	3%	9%	9%
Medel	20 208	22 497	1,7x	1,6x	8,5x	7,8x	5%	7%	20%	20%
Median	13 221	17 864	1,8x	1,7x	8,1x	6,8x	9%	6%	22%	22%
West International	78	76	0,8x	0,5x	11,4x	4,7x	22%	60%	7%	11%

Källa: Bloomberg & Redeye Research

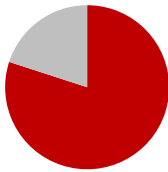
Sammanfattning Redeye Rating

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:

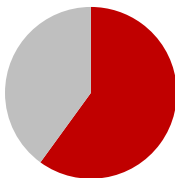
Ingen förändring i rating.

Ledning 8,0p



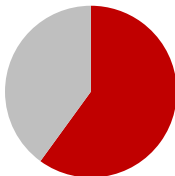
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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

Ägarskap 6,0p



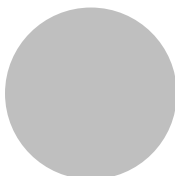
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 37 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt 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



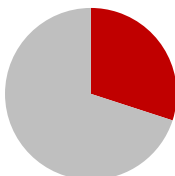
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt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

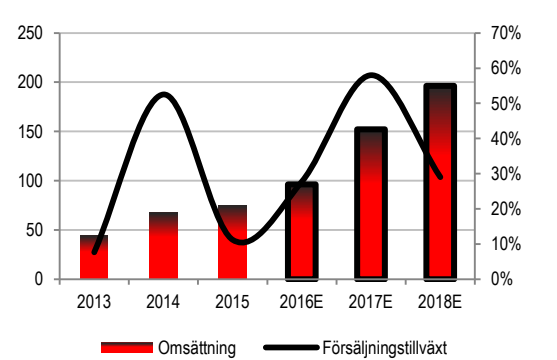
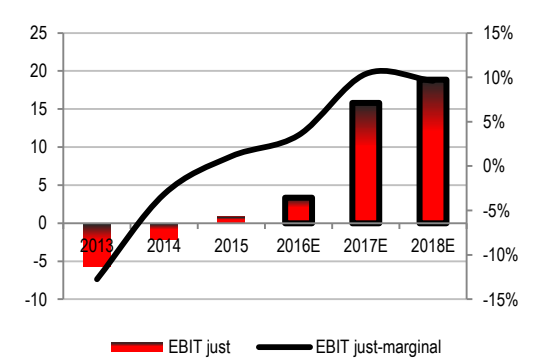
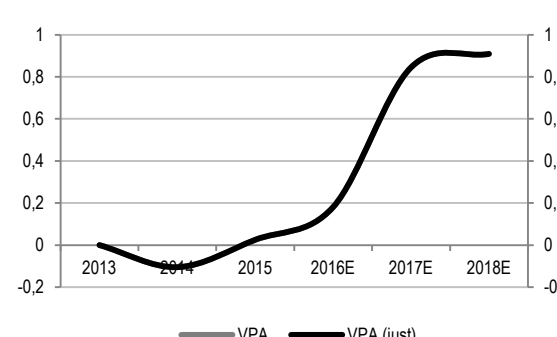
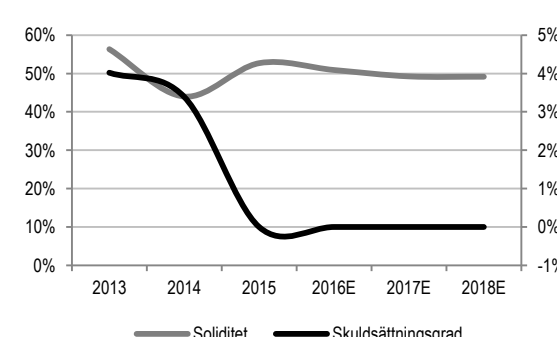
Finansiell styrka 3,0p



West:s finansiella likviditet räknas som god, dock så drar en svag marginal ned betyget något. Vi ser även en sannolikhet för en framtida emission för att bolaget skall kunna utföra sin internationella expansion då denna kommer kräva kapital. Bolaget har en diversifierad kundportfölj, dock så är omkring 50 procent av försäljning relativt konjunkturkänslig vilket drar ned betyget.

Resultaträkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	68	75	96	152	196
Summa rörelsekostnader	-65	-70	-88	-134	-173
EBITDA	3	5	8	18	24
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-4	-5	-2	-4
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-2	1	3	16	19
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-3	1	3	16	19
Skatt	1	0	0	0	-2
Nettoreultat	-2	0	3	16	17
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	7	4	12	20
Kundfordringar	19	10	17	27	41
Lager	9	11	13	20	26
Andra fordringar	2	3	4	6	8
Summa omsättn.	37	31	38	65	94
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	0	0	1	1	2
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	5	6	11	16
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	5	5	6	12	18
Uppsk. skatteford.	5	4	4	4	4
Summa tillgångar	47	40	48	82	117
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	20	15	17	30	43
Kortfristiga skulder	1	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	5	3	6	11	16
Summa kort. skuld	26	18	23	41	59
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	26	18	23	41	59
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	1	1	1	1
Eget kapital	21	21	25	40	58
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	21	21	25	40	58
Summa skulder och E. Kap.	47	40	48	82	117
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	68	75	96	152	196
Sum rörelsekost.	-65	-70	-88	-134	-173
Avskrivningar	-5	-4	-5	-2	-5
EBIT	-2	1	3	16	19
Skatt på EBIT	0	0	0	0	-2
NOPLAT	-2	1	3	16	17
Avskrivningar	5	4	5	2	5
Bruttokassaflöde	3	5	8	18	22
Föränd. i rörelsekap	-2	0	-5	-2	-4
Investeringar	-2	-4	-6	-8	-11
Fritt kassaflöde	0	1	-3	8	7
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	44%	53%	51%	49%	49%
Skuldsättningsgrad	3%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-6	-7	-4	-12	-20
Sysselsatt kapital	15	14	21	28	38
Kapit. oms. hastighet	1.4	1.9	2.0	1.9	1.7
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	53%	11%	28%	58%	29%
VPA-tillväxt (just)	0%	-124%	618%	367%	8%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
WACC	14,5 %	NPV FCF (2016-2018)	9		
		NPV FCF (2019-2025)	31		
		NPV FCF (2026-)	58		
		Rörelsefrämjade tillgångar	7		
		Räntebärande skulder	0		
		Motiverat värde MSEK	104		
Antaganden 2016-2022		Motiverat värde per aktie, SEK	5,5		
Genomsn. förs. tillv.	26,1 %	Börskurs, SEK	3,9		
FRIT-marginal	8,6 %				
Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-11%	2%	15%	49%	35%
ROCE	-11%	4%	15%	49%	39%
ROIC	-10%	4%	24%	76%	60%
EBITDA-marginal	4%	7%	8%	12%	12%
EBIT-marginal	-3%	1%	3%	10%	10%
Netto-marginal	-3%	1%	4%	10%	9%
Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,11	0,03	0,18	0,85	0,91
VPA just	-0,11	0,03	0,18	0,85	0,91
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-0,30	-0,37	-0,20	-0,65	-1,04
Antal aktier	18,78	18,78	18,78	18,78	18,78
Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	49,7	82,1	69,8	61,5	54,0
P/E	-28,0	188,2	21,7	4,6	4,3
P/S	0,8	1,2	0,8	0,5	0,4
EV/S	0,7	1,1	0,7	0,4	0,3
EV/EBITDA	16,7	16,1	8,7	3,4	2,3
EV/EBIT	-23,2	98,3	20,7	3,9	2,9
P/BV	2,7	4,2	3,0	1,8	1,3
Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e		
1 mån	-3,7 %	Omsättning	19,2 %		
3 mån	-17,5 %	Rörelseresultat, just	◆		
12 mån	15,3 %	V/A, just	◆		
Årets Början	-17,3 %	EK	9,1 %		
Aktiestructur %		Röster	Kapital		
NORDNET PENSIONSFÖRSÄKRING AB		20,0 %	20,0 %		
FAMILJEN ROGGENTIN MED BOLAG		9,7 %	10,3 %		
AVANZA PENSION		8,9 %	6,4 %		
JÖRGEN NORDLUND (PRIVAT OCH MED BOLAG)		6,3 %	6,0 %		
GÖRAN SPARRDAL		5,7 %	5,7 %		
ELEMENTA		5,1 %	5,2 %		
STEN KARLSSON (PRIVAT, FAMILJ. BOLAG)		3,7 %	5,0 %		
ROGER ANDERSSON		3,2 %	4,9 %		
Aktien					
Reuterskod					
Lista					
Kurs, SEK			3,9		
Antal aktier, milj			18,8		
Börsvärde, MSEK			73,6		
Bolagsledning & styrelse					
VD			Sten Karlsson		
CFO			Per Ersson		
IR					
Ordf			Tomas Rudenstam		
Nästkommande rapportdatum					
Analytiker			Redeye AB		
Kristoffer Lindström			Mäster Samuelsgatan 42, 10tr		
kristoffer.lindstrom@redeye.se			114 35 Stockholm		

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
	
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
	
Produktområden	Geografiska områden
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
<p>Kristoffer.Lindström. äger aktier i bolaget West Int.: Nej</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 investerarelationer.. 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

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 (2016-03-17)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	37	41	18	7	16
3,5p - 7,0p	67	55	86	32	38
0,0p - 3,0p	5	13	5	70	55
Antal bolag	109	109	109	109	109

*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.