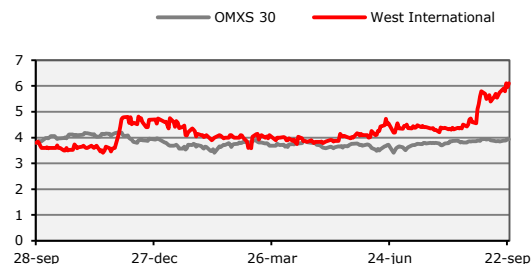


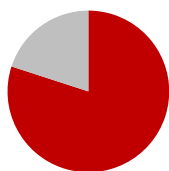
Sammanfattning
West International (WINT.ST)
Ny affär visar på konkurrenskraft

- Wests Q2 rapport slog våra estimat på alla punkter. Störst överraskning var en väldigt hög bruttomarginal. West är fortsatt optimistiska till tillväxt för 2016, vilket indikerar en stark avslutning på året.
- Den annonserade affären med australiensiska Stargroup är såväl strategiskt som finansiellt en stor händelse för bolaget. Stargroup valde West framför konkurrerande lösningar på grund av att deras tekniklösning ligger i framkant, detta visar på den starka teknikhöjd som vi ser i West.
- I våra prognoser har vi nu lagt in Stargroup ordern och samtidigt skjutit volymupptrappningen i andra regioner något framåt. Vårt motiverade värde i Base-case höjs till 6,9 (6,1) SEK per aktie. Vi har även höjt Bear-case värdering, då vi anser att risken i bolaget fortsätter att minska.

Lista: 135 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Christina Detlefsen
 Styrelseordf:

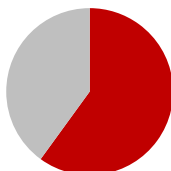

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



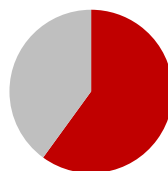
8,0 poäng

Ägarskap



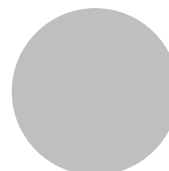
6,0 poäng

Vinstutsikter



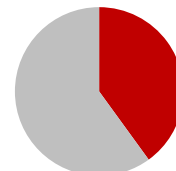
6,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning, MSEK	68	75	86	133	179
Tillväxt	53%	11%	14%	54%	35%
EBITDA	3	5	8	18	27
EBITDA-marginal	4%	7%	10%	14%	15%
EBIT	-2	1	5	13	20
EBIT-marginal	Neg	1%	6%	10%	11%
Resultat före skatt	-3	1	5	13	20
Nettoreultat	-2	0	5	13	18
Nettomarginal	Neg	1%	5%	10%	10%
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VPA	-0,11	0,02	0,20	0,58	0,78
P/E	Neg	141,0	29,7	10,4	7,7
EV/S	0,7	0,9	1,4	0,9	0,7
EV/EBITDA	16,7	12,7	14,8	6,7	4,4

Fakta

Aktiekurs (SEK)	6,0
Antal aktier (milj)	22,5
Börsvärde (MSEK)	135
Nettoskuld (MSEK)	-11
Free float (%)	30 %
Dagl oms. ('000)	40

Analytiker:
 Kristoffer Lindström
 kristoffer.lindstrom@redeye.se

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.

Ett väldigt starkt kvartal

West International levererade långt över våra estimat både vad det gällde försäljning och lönsamheten under årets andra kvartal.

Utfallstabell estimat - West International				
MSEK	2015 Q2	2016 Q2A	2016 Q2E	Diff %
Nettoomsättning	23,2	23,2	19,7	18%
Bruttovinst	9,4	11,2	8,1	39%
EBITDA	2,7	4,0	1,6	153%
EBIT	1,4	3,2	0,6	448%
Tillväxt omsättning	18%	0%	-15%	
Bruttomarginal	41%	48%	41%	
EBITDA-marginal	12%	17%	8%	
EBIT-marginal	6%	14%	3%	

Källa: Redeye Research

Den rapporterade omsättningen landade klart över vår förväntan. I rapporten för det första kvartalet kommunicerade bolaget att de fann det sannolikt med ett mindre intäktsstapp under andra kvartalet, så blev inte fallet och försäljningen höll sig på en klart godkänd nivå.

Vi dra inte några större slutsatser av den starka marginalen under kvartalet

Det som verkligen sticker ut i rapporten är en långt högre bruttomarginal än vi hade räknat med. 48 procent i bruttomarginal är den högsta marginal som bolaget någonsin (i alla fall under de senaste 4 åren) levererat under ett kvartal. Vi har svårt att bedöma om detta beror på engångsfaktorer eller en uthållig förändring av försäljningsmixen. Den återkommande intäktsdelen växer konstant, vilket bidrar till ökade bruttomarginaler. Vidare har bolaget bland annat haft relativt stora leveranser av Max Expresskiosker, vilket sannolikt bidrar något. Vi kommer inte dra några större slutsatser av den starka marginalen och enbart göra mindre justeringar, marginalmässigt, efter rapporten jämfört med tidigare estimat.

Mot nya marknader, nu i Australien

Den största nyheten som förmedlades efter kvartalets utgång var att West har tecknat ett femårigt ramavtal och pilotorder med Stargroup i Australien gällande leveranser av bolagets kortterminaler. Pilotordern uppgår till fyra miljoner kronor och Stargroup har förbundit sig att beställa minst 2 000 terminaler per år. Vår initiala uppskattning är att värdet av ordern ligger omkring 50 miljoner kronor under femårsperioden, sedan tillkommer även serviceintäkter. Stargroup har som målsättning att bli den största bankoberoende leverantören av kortinlösen på den australienska betalmarknaden, den största oberoende aktören idag kontrollerar cirka 15 000 terminaler.

Vår initiala uppskattning är att värdet av ordern ligger på SEK 45-55m under femårsperioden

För att citera Stargroups eget uttalande: *"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"*. Det finns alltså en stor möjlighet att ramavtalet verkligen är en miniminivå och att de faktiska beställningarna blir långt högre. Pilotordern kommer sannolikt rullas ut under Q1 eller Q2 2017. I vår prognos kommer vi ändå vara försiktiga gällande framtida volymer tills vi har mer på fötterna.

Visar på tekniskt försprång

Stargroup valde West då de gav dem en möjlighet att utveckla egna applikationer direkt i kortterminalen, något de inte lyckades göra på ett effektivt sätt med deras befintliga partner First Data. Alltså fick West affären för att deras tekniska lösning var bättre än konkurrenternas. Detta är ett citat från Stargroups senaste kvartalsrapport där de diskuterar kring förseningar inom deras terminalverksamhet:

Wests tekniska lösning var bättre än konkurrenternas

*"The business commenced the deployment of EFTPOS.... agreement it signed with the world's leading payment processing Company, namely **First Data**, whom provide the EFTPOS terminals and switching processing of the EFTPOS terminals. Whilst these technologies were piloted in Q2 and early Q3 of the financial year, the **significant rollout of these technologies has not occurred** with the technology partners that were announced in November 2015. The unique software development required for the rollout to the business customers of Anthem and ClaimCo has not occurred as the development has not been commenced with First Data and their technology partner. The **high level estimate provided by First Data and its technology partner to develop this software on behalf of the Company was not considered reasonable** and the Board is looking at **alternatives** to finalize this development on an as soon as practicable basis..."*

Uttalande från Stargroup om varför de valde Wests lösning framför First Data:

Vår syn på bolaget
konkurrenskraft stärks

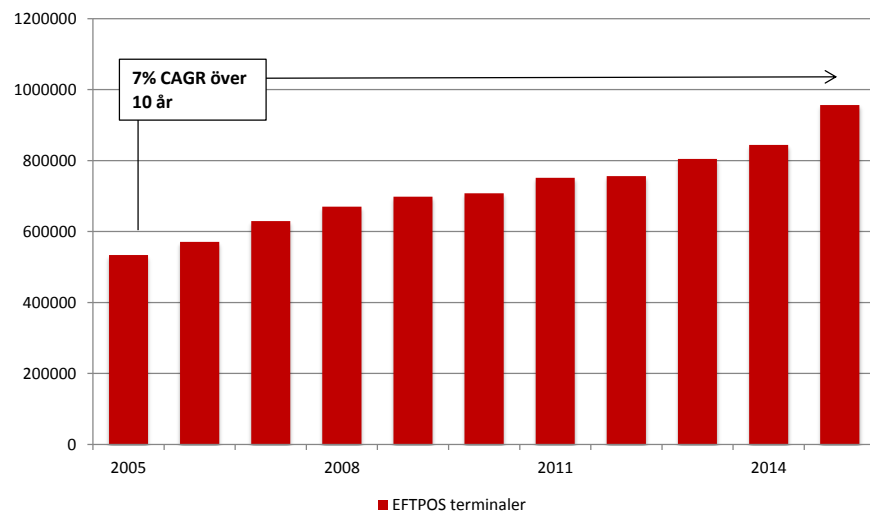
*”We are very excited about partnering with West for the next generation of payment solutions in Australia and New Zealand. **Their technology, and more importantly being in control of the source code within the terminals,** gives Stargroup the edge in a number of merchant sectors.”*

Vi anser att affären med Stargroup visar på ett tekniskt försprång för West jämfört med stora konkurrenter som exempelvis First Data, detta kan antagligen leda till en mängd affärer i framtiden och stärker vår syn på bolaget konkurrenskraft.

Marknaden i Australien

I Australien finns det idag närmare 950 000 aktiva terminaler. Den genomsnittliga tillväxten under de senaste 10 åren har uppgått till cirka 7 procent.

Antal EFTPOS terminaler i Australien



Källa: www.apca.com.au & Redeye Research

Stargroup har som målsättning att bli störst, bland oberoende leverantörer, innan slutet av 2017.

Marknaden i Australien räknas som mogen då det finns närmare 40 terminaler per 1000 innevånare och den domineras av banker. Som Stargroup uppger det så har den största oberoende leverantören cirka 15 000 aktiva terminaler, alltså en marknadsandel under 2 procent. Stargroup har som målsättning att bli störst, bland oberoende leverantörer, innan slutet av 2017.

Kortterminalmarknaden Australien	
År	2015
Antal terminaler	956 700
Antal per 1 000 invånare	41,4
Tillväxt antal terminaler (6%)	57 402
Terminaler som byts ut	191 340
Uppskattat marknadsvärde nyförsälj. (MSEK)	871
Marknadsvärde serviceavgift / år	669
Totalt marknadsvärde	1 540

Källa: apca.com.au & Redeye Research

*Marknaden i Australien
värd runt 1 500 MSEK per
år*

Enligt vår uppskattning så uppgår det årliga värdet av marknaden i Australien till cirka 1 500 MSEK och att tillväxten framöver kommer ligga mellan 5-8 procent.

Genom Stargroup kommer Wests terminaler även säljas i Nya Zealand, av självklara skäl är inte den marknaden lika stor som Australien men ändå helt klart attraktiv. Kortanvändandet är högt i Nya Zealand och vi uppskattar att det finns cirka 220 000 aktiva terminaler i landet. Marknadsvärdet beräknas uppgå till runt 440 MSEK per år.

Kortterminalmarknaden Nya Zealand	
År	2015
Antal terminaler	220 000
Antal per 1 000 invånare	48,9
Tillväxt antal terminaler (4%)	8 800
Terminaler som byts ut	55 000
Uppskattat marknadsvärde nyförsälj. (MSEK)	223
Marknadsvärde serviceavgift / år	220
Totalt marknadsvärde	443

Källa: www.rbnz.govt.nz & Redeye Research

Hur går expansionen?

Vi är fortsatt försiktiga gällande antaganden om framtida marknadsandelar

Vi hade räknat med att West skulle börja annonsera fler affärer på nya marknader, som Tyskland, vid det här laget. Sannolikt är det lite tekniska utmaningar som leder till mindre förseningar. Vi väljer nu att ta lite höjd för längre ledtider för de nya marknaderna men adderar samtidigt Australien och Nya Zeeland i våra estimat. Vi är ändå fortsatt försiktiga gällande framtida marknadsandelar.

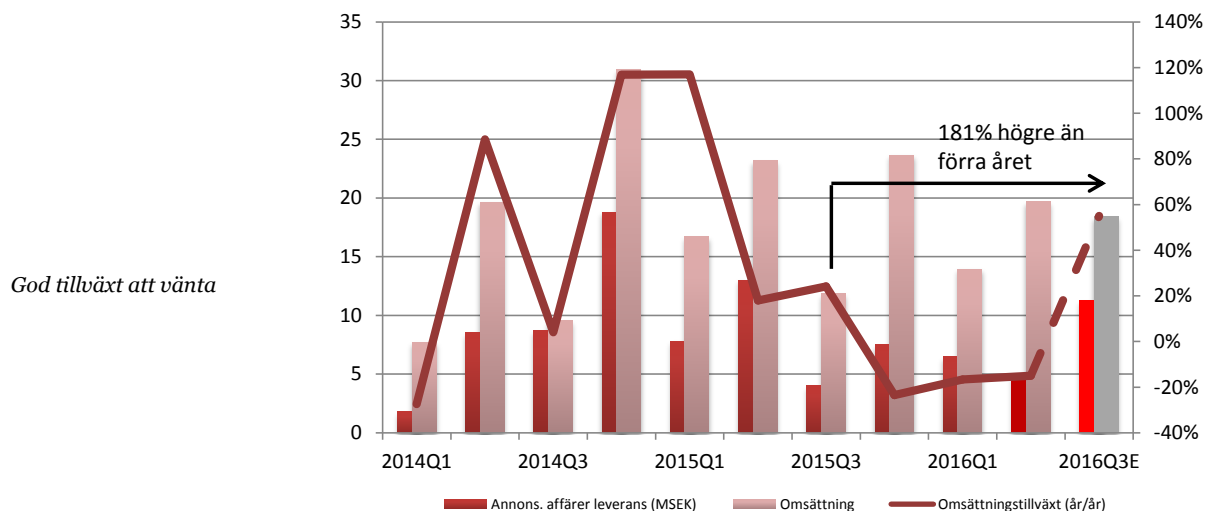
Kortterminaler försäljning per region								
MSEK	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Sverige	12	23	33	34	38	47	48	53
Marknadsandel %	4%	7%	10%	10%	11%	13%	13%	14%
Övriga Norden	0	0	3	5	11	21	26	35
Marknadsandel %	0%	0%	1%	1%	2%	4%	5%	6%
Sydafrika	6	7	15	16	26	33	45	65
Marknadsandel %	1%	1%	2%	2%	3%	4%	5%	6%
Asien	0	0	0	3	10	11	24	32
Marknadsandel %	0%	0%	0%	1%	2%	2%	4%	5%
Tyskland	0	0	0	6	14	28	37	53
Marknadsandel %	0%	0%	0%	1%	1%	2%	3%	4%
Australien	0	0	0	0	9	15	19	25
Marknadsandel %	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
Nya Zeeland	0	0	0	0	2	5	10	13
Marknadsandel %	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	3%
Kortterminal försälj.	18	30	50	64	109	160	210	277
Övrig försälj.	26	38	25	22	23	20	23	21
Nettoomsättning	44	68	75	86	133	179	233	298
<i>Tillväxt</i>		53%	11%	14%	54%	35%	30%	28%

Källa: Redeye Research

Starka kvartal kommer

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



Två starka kvartal framöver

För det tredje kvartalet uppgår de annonserade affärerna till cirka 11 MSEK, vilket är 181 procent högre än nivån samma period förra året. Utöver dessa större affärer erhåller även West löpande mindre ordar samt serviceintäkter. Trots lägre försäljning under H1 menar West fortsatt att de ser en god tillväxtökning för helåret, detta styrker vårt antagande om att vi kommer få se två starka kvartal framöver.

Kvartalsestimat - West International

MSEK	2015	2016
	Q3	Q3E
Nettoomsättning	11,9	18,4
Bruttovinst	5,0	7,7
EBITDA	-1,4	1,5
EBIT	-2,3	0,6
Tillväxt omsättning	24%	55%
Bruttomarginal	42%	42%
EBITDA-marginal	-12%	8%
EBIT-marginal	-20%	3%

Prognos på 19,0 MSEK i nettoomsättning under Q3

Källa: Redeye Research

För tredje kvartalet räknar vi med en omsättning på omkring 18,4 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på cirka 55 procent. Bruttomarginalen förväntas ligga runt 42 procent, vilket är under den starka nivå som vi såg i det andra kvartalet men ändå en förbättring. Övriga omkostnader anser vi kommer ligga strax över nivån under andra kvartalet. Dessa antaganden genererar en EBITDA på 1,5 MSEK med EBIT på 0,6 MSEK.

Fortsatt tilltro till framtiden

I denna analys har vi genomfört mindre kortsiktiga justeringar, då genombrotten på de nya marknaderna drar ut lite på tiden. Samtidigt har vi höjt våra långsiktiga estimat på grund av affären med Stargroup.

Estimatförändringar

MSEK	2016E	2017E	2018E
Omsättning			
Gammal	86	140	202
Ny	86	133	179
% förändring	0%	-5%	-11%
EBITDA			
Gammal	7	19	28
<i>marginal</i>	8,1%	13,6%	13,9%
Ny	8	18	27
<i>marginal</i>	9,7%	13,8%	15,0%
% förändring	19%	-4%	-4%
EBIT			
Gammal	3	14	21
<i>marginal</i>	3,5%	10,0%	10,4%
Ny	5	13	20
<i>marginal</i>	5,7%	9,8%	10,9%
% förändring	63%	-7%	-7%

Långsiktiga höjningar

Källa: 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. Sannolikt kommer den största uppgången i intäkter under 2017 och 2018 när utlandssatsningar börjat ta fart på allvar.

West International resultaträkning
Base-case

MSEK	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Försäljning	44	68	75	86	133	179
COGS	-26	-39	-44	-49	-76	-100
Bruttovinst	19	28	31	38	57	79
SG&A	-19	-25	-26	-29	-39	-52
EBITDA	0	3	5	8	18	27
D&A	-5	-5	-4	-3	-5	-7
EBIT	-5	-2	1	5	13	20
Finans Net	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-5	-3	1	5	13	20
Skatt	1	1	0	0	0	-2
Nettovinst	-4	-2	0	4	13	18

Tillväxt, marginaler och värdedrivare

Försäljningstillväxt		53%	11%	14%	54%	35%
Bruttomarginal	42%	42%	41%	44%	43%	44%
EBITDA marginal	0%	4%	7%	10%	14%	15%
EBIT marginal	-12%	-3%	1%	6%	10%	11%
CAPEX	4	2	6	6	7	11
NWC	4	6	8	12	20	34
ROIC	-31%	-10%	4%	15%	58%	55%

Källa: Redeye Research & West International

Värdering – Base-case

Genom våra prognosjusteringar och nettokassa förändringar höjs vårt motiverade värde per aktie till 6,9 (6,1) 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 15 procent.

Vi upprepar vårt motiverade värde på 6,1 SEK per aktie.

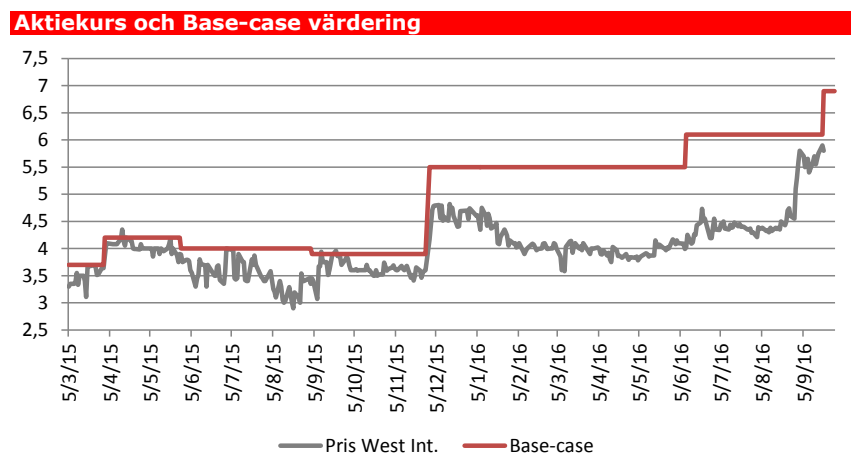
West International Base-case			
Antaganden:	2015-24	DCF-värde	
CAGR försäljning	20%	WACC	13,9%
EBIT-marginal (medel)	14%	Nuvärde av FCF	78
		Nuvärde av Terminal Value	69
Mognadsfasen			
Terminaltillväxt av FCF	4,0%	EV	146
Terminal EBIT-marginal	18%	Nettokassa	12
		Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigering	0
		DCF-värde	158
		Motiverat värde per aktie	6,9
		Dagens aktiekurs	5,7
		Potential/Risk	23%

Källa: 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 marknaden utanför Sverige kommer stå för en stor andel av försäljningen inom 2-4 år.

Tålamod är nyckeln

West International blir ofta, mellan rapporter och nyheter, bortglömd av marknaden. Nedan illustreras vår Base-case värdering och den historiska aktiekursen. Vi menar att det kommer tillfällen, i bolag som West, där det sker nedgångar i värderingen utan någon direkt substans eller anknytningar till verkligheten. Dessa tillfällen leder oftast till goda möjligheter till attraktiva risk/reward investeringar. Som alltid när det gäller investeringar är tålamod en nyckel till framgång.



Källa: Bloomberg & 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 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.

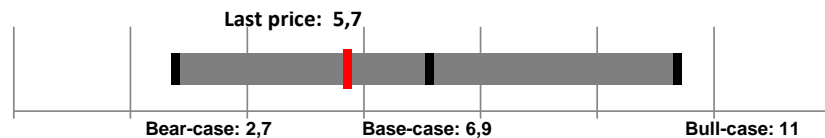
Peer värdering West International (MSEK)										
Bolag	Mcap	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Omsättningstillväxt		EBITDA-marginal	
			2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E	2016E	2017E
Ingenico	47 947	45 716	2,1x	1,9x	10,2x	9,1x	8%	9%	20%	21%
Verifone	22 642	15 296	0,9x	0,9x	5,5x	5,9x	0%	-3%	16%	16%
Cardtronics	20 954	16 955	1,6x	1,6x	6,3x	6,3x	7%	-1%	25%	25%
Pax	5 010	7 184	2,0x	1,7x	14,3x	7,6x	17%	15%	14%	23%
StrongPoint	562	517	0,5x	0,5x	5,9x	7,6x	-10%	-12%	8%	7%
Medel	19 423	17 134	1,4x	1,3x	8,5x	7,3x	4%	2%	17%	18%
Median	20 954	15 296	1,6x	1,6x	6,3x	7,6x	7%	-1%	16%	21%
West International	75	73	0,8x	0,6x	8,8x	4,0x	14%	54%	10%	14%

Källa: Bloomberg & Redeye Research

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 11 SEK per aktie, 92 procents potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 2,7 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om cirka -50 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 2,7 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 SEK per aktie.

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

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.

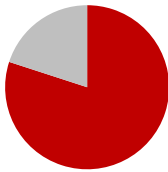
Sammanfattning Redeye Rating

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:

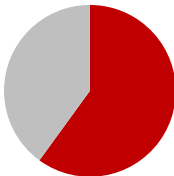
Ingen förändring i rating.

Ledning 8,0p



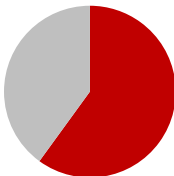
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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



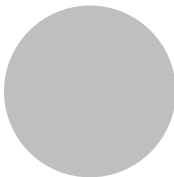
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 37 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt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



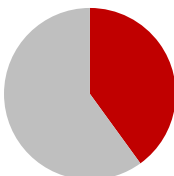
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt stor jämfört med Verifone och 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	86	133	179
Summa rörelsekostnader	-65	-70	-78	-115	-152
EBITDA	3	5	8	18	27
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-4	-3	-5	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-2	1	5	13	20
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-3	1	5	13	20
Skatt	1	0	0	0	-2
Nettoreultat	-2	0	5	13	18
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	1	11	14	18
Kundfordringar	19	10	16	25	38
Lager	9	10	14	24	32
Andra fordringar	2	3	3	5	7
Summa omsättn.	37	23	44	68	95
<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
Summa anlägg.	5	7	9	11	13
Uppsk. skatteford.	5	5	5	5	5
Summa tillgångar	47	35	58	84	112
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	20	12	16	27	36
Kortfristiga skulder	1	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	5	3	3	5	7
Summa kort. skuld	26	15	19	32	43
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	15	19	32	43
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	1	1	1	1
Eget kapital	21	21	38	51	69
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	21	21	38	51	69
Summa skulder och E. Kap.	47	37	58	84	112
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	68	75	86	133	179
Sum rörelsekost.	-65	-70	-78	-115	-152
Avskrivningar	-5	-4	-3	-5	-7
EBIT	-2	1	5	13	20
Skatt på EBIT	0	0	0	0	-2
NOPLAT	-2	1	5	13	18
Avskrivningar	5	4	3	5	7
Bruttokassaflöde	3	5	8	18	25
Föränd. i rörelsekap	-2	-2	-6	-9	-11
Investeringar	-2	-6	-6	-7	-10
Fritt kassaflöde	0	-2	-4	2	4
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	44%	57%	66%	61%	61%
Skuldsättningsgrad	3%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-6	-1	-11	-14	-18
Sysselsatt kapital	15	20	27	37	51
Kapit. oms. hastighet	1.4	2.2	1.5	1.6	1.6
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	53%	11%	14%	54%	35%
VPA-tillväxt (just)	0%	-124%	715%	185%	36%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	13,9 %	NPV FCF (2016-2018)	12
		NPV FCF (2019-2025)	66
		NPV FCF (2026-)	69
		Rörelsefrämjade tillgångar	11
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	148
Antaganden 2016-2022		Motiverat värde per aktie, SEK	6,9
Genomsn. förs. tillv.	29,2 %	Börskurs SFK	6,0
FRIT-marginal	12,5 %		

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-11%	2%	16%	29%	30%
ROCE	-11%	4%	17%	29%	33%
ROIC	-10%	4%	22%	49%	47%
EBITDA-marginal	4%	7%	10%	14%	15%
EBIT-marginal	-3%	1%	6%	10%	11%
Netto-marginal	-3%	1%	5%	10%	10%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,11	0,02	0,20	0,58	0,78
VPA just	-0,11	0,02	0,20	0,58	0,78
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-0,30	-0,04	-0,50	-0,60	-0,77
Antal aktier	18,78	19,06	22,78	22,78	22,78

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	49,7	65,0	123,6	121,2	117,5
P/E	-28,0	141,0	29,7	10,4	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	14,8	6,7	4,4
EV/EBIT	-23,2	77,8	25,3	9,3	6,0
P/BV	2,7	3,1	3,6	2,6	2,0

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e
1 mån	30,4 %	Omsättning	12,8 %
3 mån	43,2 %	Rörelseresultat, just	◆
12 mån	62,2 %	V/A, just	◆
Årets Början	26,6 %	EK	35,5 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
NORDNET PENSIONSFÖRSÄKRING AB	20,0 %	16,5 %
FAMILJEN ROGGENTIN MED BOLAG	9,7 %	8,5 %
AVANZA PENSION	8,9 %	5,3 %
JÖRGEN NORDLUND (PRIVAT OCH MED BOLAG)	6,3 %	5,0 %
GÖRAN SPARRDAL	5,7 %	4,7 %
ELEMENTA	5,1 %	4,3 %
STEN KARLSSON (PRIVAT, FAMILJ. BOLAG)	3,7 %	4,1 %
ROGER ANDERSSON	3,2 %	4,0 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	
Kurs, SEK	6,0
Antal aktier, milj	22,5
Börsvärde, MSEK	135,0

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 & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning</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	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) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just</th> <th>EBIT just-marginal</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2013</td> <td>~-2</td> <td>~-12%</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>~5</td> <td>~12%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~13</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~20</td> <td>~10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just	EBIT just-marginal	2013	~-2	~-12%	2014	~-1	~5%	2015	~1	~8%	2016E	~5	~12%	2017E	~13	~15%	2018E	~20	~10%
År	Omsättning	Försäljningstillväxt																																									
2013	~45	~10%																																									
2014	~70	~55%																																									
2015	~75	~25%																																									
2016E	~85	~35%																																									
2017E	~135	~55%																																									
2018E	~180	~45%																																									
År	EBIT just	EBIT just-marginal																																									
2013	~-2	~-12%																																									
2014	~-1	~5%																																									
2015	~1	~8%																																									
2016E	~5	~12%																																									
2017E	~13	~15%																																									
2018E	~20	~10%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
<table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA</th> <th>VPA (just)</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	VPA (just)	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 & 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	VPA (just)																																									
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>Kristoffer.Lindström. äger aktier i bolaget West International: 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 (2016-09-27)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	43	20	7	17
3,5p - 7,0p	70	61	91	35	45
0,0p - 3,0p	6	14	7	76	56
Antal bolag	118	118	118	118	118

*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.