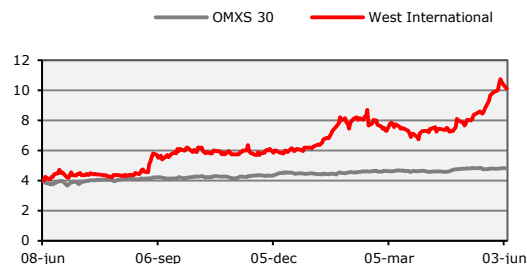


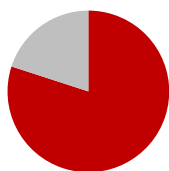
Sammanfattning
West International (WINT.ST)
Urstarkt och hög aktivitet

- Wests rapport för det första kvartalet 2017 slog vår prognos med hästlängder. Bolaget har aldrig levererat ett så starkt kvartal lönsamhetsmässigt. Korrigerad bruttomarginal för engångsposter landade på urstarka 57 procent, mer än 10 procentenheter över vårt estimat.
- West fortsätter att presentera flertalet affärer och orderläget har aldrig sett så starkt ut. Efter kvartalets utgång meddelade West att de utökar sitt erbjudande inom Självbetjäning, vilket höjer både framtida potential och lönsamhet. Vi ser med intresse på stundande kvartal då utlandsförsäljning bör komma igång på allvar.
- Efter den senaste tidens utveckling känner vi oss trygga att justera upp våra långsiktiga lönsamhetsestimater något. Vårt motiverade värde i Base-case höjs till 13 (7,5) SEK per aktie. Bear- och Bull-case ökar också, och uppgår till 5,2 respektive 18,6 SEK per aktie.

Lista: 234 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Christina Detlefsen
 Styrelseordf:

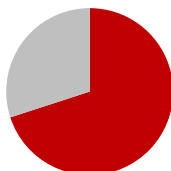

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



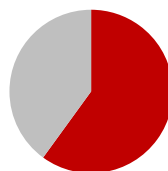
8.0 poäng

Ägarskap



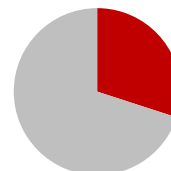
7.0 poäng

Vinstutsikter



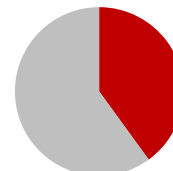
6.0 poäng

Lönsamhet



3.0 poäng

Finansiell styrka



4.0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	75	77	103	163	229	Aktiekurs (SEK)	10.4
Tillväxt	11%	2%	34%	58%	40%	Antal aktier (milj)	22.5
EBITDA	5	6	11	21	38	Börsvärde (MSEK)	234
EBITDA-marginal	7%	8%	11%	13%	16%	Nettokassa (MSEK)	13
EBIT	1	3	6	15	29	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	1%	4%	6%	9%	13%	Dagl oms. ('000)	50
Resultat före skatt	1	3	6	15	29		
Nettoreultat	0	2	5	13	23		
Nettomarginal	1%	3%	5%	8%	10%		
Utdelning/Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Analytiker:	
VPA	0.02	0.10	0.21	0.56	0.98	Kristoffer Lindström	
P/E	145.4	65.2	49.1	18.6	10.6	kristoffer.lindstrom@redeye.se	
EV/S	0.9	1.6	2.2	1.4	1.0		
EV/EBITDA	12.7	20.0	20.6	10.6	6.0		

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.

Knock-out

Utfallstabell estimat - West International

Urstark lönsamhet under Q1

MSEK	2016 Q1	2017 Q1A	2017 Q1E	Diff %
Nettoomsättning	13.9	18.1	14.6	24%
Bruttovinst	5.8	11.6	6.7	73%
EBITDA	-0.2	3.2	-0.6	
EBIT	-1.1	2.5	-1.2	
Tillväxt omsättning	-17%	30%	5%	
Bruttomarginal	42%	64%	46%	
EBITDA-marginal	-2%	18%	-4%	
EBIT-marginal	-8%	14%	-8%	

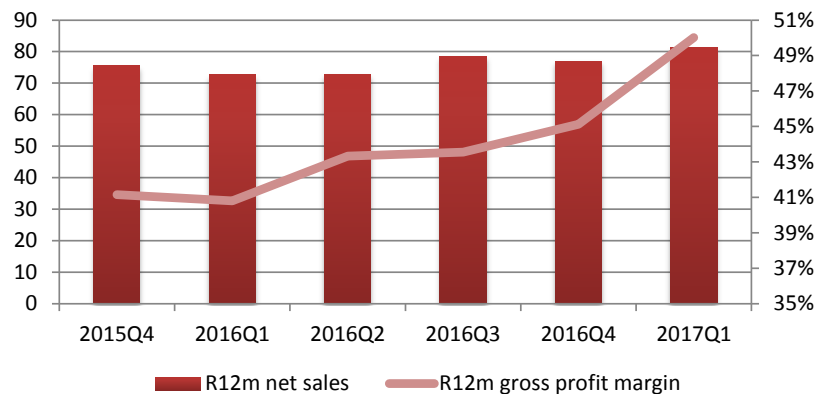
Källa: Redeye Research

Wests rapport för det första kvartalet 2017 slog vår prognos med hästlängder och bolaget levererade sitt lönsamhetsmässigt bästa kvartal någonsin. Korrigerad bruttomarginal före engångsposter landade på urstarka 57 procent, mot vårt estimat på 46 procent. West fortsätter rada upp nya affärer och överträffa våra förväntningar.

Försäljningstillväxten landade på hela 30 procent mot vår försiktiga prognos på 5 procent. Korrigerad för engångsintäkter landade bruttomarginal på 57 procent, klart över vad bolaget någonsin har presterat förut. Den höga marginalen beror sannolikt på en mycket god försäljningsmix och ökade återkommande intäkter. Den höga bruttomarginalen ger ändå en indikation om potentialen på sikt. Vi har länge menat att vi kommer få se en bruttomarginal uppgång i West de närmaste åren på grund av en ökad andel kortterminalsförsäljning. I diagrammet nedan illustreras försäljning på rullande 12 månader samt bruttomarginal för rullande 12 månader. Utvecklingen talar för sig själv.

West: R12m försäljning och bruttomarginal

Bruttomarginalen fortsätter att förbättras



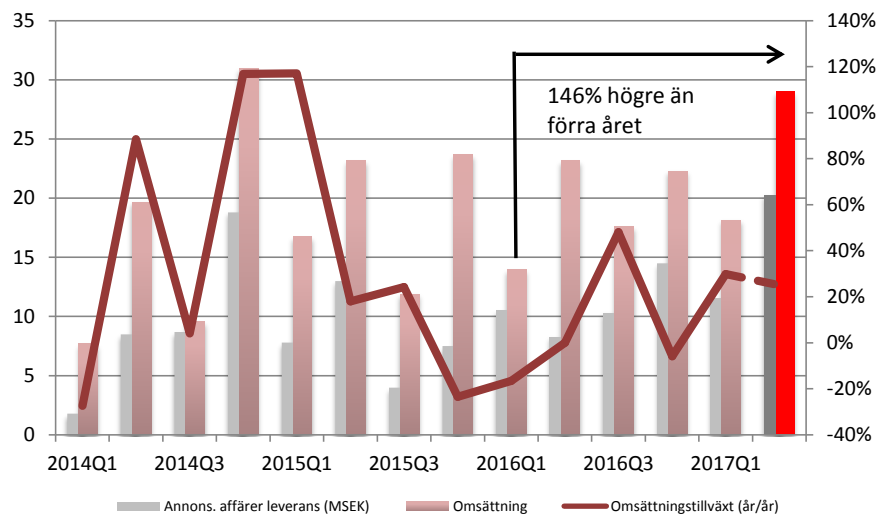
Källa: Redeye Research

Orderläget indikerar att starka kvartal kommer

Orderläget för West har heller aldrig sett starkare ut. Bolaget fortsätter rada upp affärer och meddelade i mars att bokade order nådde all-time-high, därefter har ett flertal större affärer annonserats. Q2 och 2017 som helhet ser minst sagt ljus ut.

Enligt våra beräkningar uppgår de hittills annonserade affärerna under Q2 till hela 20 MSEK. Det ligger långt över samma period föregående år, vilket borde indikera en god tillväxt under nästkommande kvartal.

Annonserade affärer för leverans, omsättning & tillväxt



Källa: West International & Redeye Research

Har marknaden inte förstått ABSA affären?

En affär vi anser att marknaden inte har uppmärksammat till fullo är affären med ABSA Bank. Affären gäller leverans av programvara för kortterminaler och en ny betalväxel. Avtalet löper initialt på fem år och värdet av affären kommer inte understiga SEK 7,5m under det första året. Vi räknar med att största delen av affären kommer att levereras under slutet av 2017 och början av 2018.

En viktig affär med mycket hög lönsamhet

För att förtydliga; affären med Bullion IT för ABSA handlar om leverans av uppgradering av bankens kortterminaler med ny programvara och installation av en ny betalväxel. Affären är strategiskt viktigt då det öppnar upp möjligheten att förse ABSAs externa kunder, som uppgår till mer än 40 000 kortterminaler, med transaktionslösningar från West. För att sätta denna siffra ett sammanhang så skulle en leverans av så många terminaler vara värd cirka SEK 140m i direkt försäljning med en årlig retainer runt

SEK 40m för West. Vi menar inte att så kommer bli fallet, men det visar på den stora potential som denna strategiskt viktiga affär öppnar upp.

Lönsamheten i affären kommer av allt att döma att vara väldigt god, då West har en mycket hög bruttomarginal på programvaruförsäljning samt öppnar upp för volymbaserade intäkter från betalväxellösningen. Ramavtalet löper alltså under minst fem år med en möjlighet till årsvis förlängning

Utökar erbjudandet inom självbetjäning

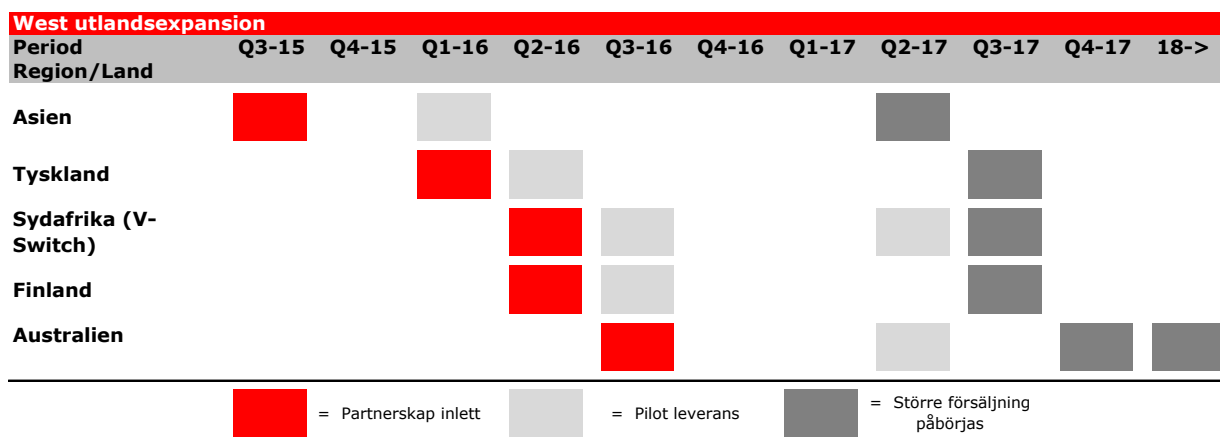
Efter kvartalets utgång meddelade West en viktig nyhet inom Självbetjäning; bolaget utökar nu sitt erbjudande och kommer även börja leverera sina egna kortterminaler i Expresskassan, som bland annat används på MAX. Detta borde innebära att framtida affärer blir både större och lönsammare, då man även får betalt för kortterminalen. Tidigare har det varit Ingenico som levererat betallösningen.

Potentialen för West inom affärsområdet förbättras då de nu kommer äga en större del av värdekedjan

Potentialen för West inom affärsområdet förbättras då de nu kommer äga en större del av värdekedjan. Detta leder sannolikt till att bolaget kommer börja bearbeta andra aktörer inom både Sverige och på nya geografiska marknader där bolagets terminaler är certifierade.

Utlandsexpansionen fortskrider

Satsningen utomlands fortsätter och vi tycker West uttalar sig positivt i rapporten kring hur arbete fortskrider. Vi räknar, om än med konservativa antaganden, att vi får se en stark försäljning under H2 17 som fortsätter in i 2018. Som vi tidigare har beskrivit så har West under flertalet år arbetat hårt för att certifiera sina terminaler på marknader utanför Sverige samt sluta partnerskap med starka aktörer. I vår förra analys presenterade vi ett övergripande diagram för hur vi räknar att expansion utomlands kommer fortskrida. I diagrammet illustrerar vi när partnerskapen annonserades (rött), pilotleveranser (ljusgrått) och när vi räknar med att försäljningen börjar ta fart (mörkgrått). Vi har inte gjort några förändringar kring våra antaganden sedan förra analysen.



Källa: Redeye Research

Både V-Switch affären (Sydafrika) och Australien räknas tekniskt vara på plats under Q2. Försäljningen borde därför sannolikt komma igång under H2. Vi räknar med att affärer på ett flertal marknader borde börja rulla igång under Q2, Q3 och Q4. West är ju självklart beroende av sina partners framgång på respektive marknader, på det viset kan fördröjningar ändå ske. Bevisligen har West ett konkurrenskraftigt erbjudande, vilket borde tala för att deras partners kommer lyckas.

Stargroup fortsätter se positivt på framtiden

Arbetet med Stargroup fortsätter och vi räknar med att leveranser påbörjas i liten skala under Q4'17. Star har förbundit sig att beställa minst 2 000 terminaler per år under de kommande fem åren. Vi menar, men räknar inte med det idag, att Star har långt större planer än så. Detta är citat från deras senaste investerarpresentation och rapport:

- **“Stargroup key catalysts in 2HY’2017 are as follows:**
The certification and distribution of next generation EFTPOS payment solutions in Australia and New Zealand via wholly owned subsidiary StarApps. Stargroup is progressing a number of existing and new distribution agreements and is in negotiations with a number of resellers and other strategic partners”
- **“Current growth driver for Stargroup:**
Ideally positioned to use EFTPOS offering with point of sale products for “bundled offering””
- **“Stargroup Limited is.....Also an EFTPOS provider developing unique EFTPOS facility and processing for existing partner client base of >45,000 businesses for rollout to that customer based in 2017 and future years”**

När vi börjar se de första indikationer på större annonserade affärer till Star än de som avtalet indikerar kommer vi högst sannolikt behöva justera upp våra estimat.

Stargroups satsning inom EFTPOS handlar inte om att sälja 2000 terminaler per år utan att ganska snabbt bli den ledande oberoende leverantören av kortterminaler i Australien. Planen är att rulla ut erbjudandet till över 45 000 köpställen under de närmaste åren. Vår uppskattning är att samarbete med Stargroup faktiskt skulle kunna generera intäkter över på 225 MSEK med cirka 50 MSEK per år i serviceintäkter för West. Även om detta är ett ”blue sky scenario” är det inte svårt att förstå den stora potentialen affären har. West är självklart fortsatt beroende av Stars framgång kring sin satsning på kortterminaler. När vi börjar se de första indikationer på större annonserade affärer till Star än de som avtalet indikerar kommer vi högst sannolikt behöva justera upp våra estimat.

Prognos för Q2 och estimatförändringar

De annonserade affärerna för Q2 uppgår till cirka 20 MSEK, vilket är betydligt högre än hur det såg ut inför Q2 föregående år. Utöver dessa större affärer erhåller även West löpande mindre ordar samt serviceintäkter, vilket den höga bruttomarginalen under Q1 indikerar starkt.

Prognos på 29 MSEK i
nettoomsättning under Q2

Kvartalsestimat - West International		
MSEK	2016	2017
	Q2	Q2E
Nettoomsättning	23,2	29,0
Bruttovinst	11,2	13,6
EBITDA	4,0	2,9
EBIT	3,2	1,7
Tillväxt omsättning	0%	25%
Bruttomarginal	48%	47%
EBITDA-marginal	17%	10%
EBIT-marginal	14%	6%

Källa: Redeye Research

För det andra kvartalet 2017 räknar vi med en omsättning på omkring 29 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på cirka 25 procent. Trots den höga bruttomarginalen under Q1 väljer vi att enbart göra mindre uppjusteringar i våra prognoser. Bruttomarginalen under nästa kvartal förväntas ligga runt 47 procent. Övriga omkostnader förväntas växa något då organisationen blir allt större och bolaget just nu har ett fokus på anställning. Våra antaganden genererar en EBITDA på 2,9 MSEK med EBIT på 1,7 MSEK.

Fortsätter leverera

På grund av den starka orderingången, positiva läget med nya affärer samt steget upp i värdekedjan inom Självbetjäning har vi justerat upp våra försäljningsprognoser smått. Vi har även höjt våra marginalantaganden på grund av den stärkta bruttomarginalen samt förbättrad framtida lönsamhet på ett flertal affärer. Vi räknar ändå med att Wests kostnadskostym har vuxit något, och det tar tid innan bolaget växer i den. Som vi tidigare har skrivit så ser vi ser det som sannolikt att Wests stora genombrott utomlands, försäljningsmässigt, kommer ske under H2 2017 och fortsätta under 2018.

Estimatförändringar			
MSEK	2017E	2018E	2019E
Omsättning			
Gammal	94	149	208
Ny	103	163	229
% förändring	10%	10%	10%
EBITDA			
Gammal	10	19	35
marginal	10,6%	12,8%	16,8%
Ny	11	21	38
marginal	10,5%	13,1%	16,4%
% förändring	9%	13%	7%
EBIT			
Gammal	5	12	27
marginal	5,3%	8,1%	13,0%
Ny	6	15	29
marginal	6,0%	8,9%	12,8%
% förändring	25%	21%	8%

Källa: Redeye Research

Värdering – Base-case

Vi har genomfört höjningar kring långsiktig intjäningsförmåga. Höjningen leder till ett ökat motiverat värde på 13 (7.5) SEK per aktie. Vi tycker bolaget fortsätter övertyga och känner oss trygga med våra uppjusteringar. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 20 procent mellan åren 2016-2025 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 2 procent i mognadsfasen. Vi väljer att anta en terminal tillväxt av FCF på 2 procent, vilket är i nivå med BNP då bolaget efter 10 år har en så pass stor andel av marknaden att tillväxten krymper nedåt. I våra prognoser är vi fortsatt ganska konservativa kring utlandssatsningen, större annonserade affärer från de nya regionerna skulle leda till ytterligare uppjusteringar av estimaten.

Vårt motiverade värde uppgår till 13 SEK per aktie

West International Base-case			
Antaganden:	2016-26	DCF-värde	
CAGR försäljning	20%	WACC	11,9%
EBIT-marginal (medel)	14%	Nuvärde av FCF	121
		Nuvärde av Terminal Value	164
Mognadsfasen			
Terminal tillväxt av FCF	2,0%	EV	285
Terminal EBIT-marginal	21%	Nettokassa	19
		Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigering	0
		DCF-värde	304
		Motiverat värde per aktie	13,0
		Dagens aktiekurs	10,0
		Potential/Risk	30%

Källa: Redeye Research

Relativvärdering

En relativvärdering av West är inte helt enkel. Primärt för att det inte finns några noterade konkurrenter eller liknande bolag i Sverige och de noterade konkurrenterna så som Ingenico, Verifone och Pax är mycket större än West. Givet vår prognos tycker vi West ser attraktiv ut i ett relativperspektiv, primärt när vi höjer blicken mot 2017 och 2018 när expansionen utomlands börjar generera resultat. Vi anser att en sådan hög tillväxt som West står inför borde värderas högre.

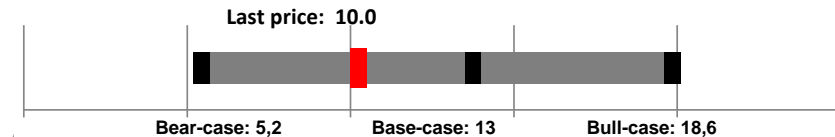
Peer värdering West International (MSEK)										
Bolag	Mcap	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Omsättningstillväxt		EBITDA-marginal	
			2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Ingenico	52 170	53 422	2,2x	2,0x	10,7x	9,7x	11%	8%	20%	21%
Verifone	17 792	24 755	1,5x	1,4x	9,3x	8,3x	-1%	5%	16%	17%
Cardtronics	13 621	22 160	1,7x	1,7x	7,7x	7,6x	20%	-2%	22%	23%
Pax	5 776	3 231	0,9x	0,8x	4,0x	3,6x	14%	10%	22%	22%
Medel	22 340	25 892	1,6x	1,5x	7,9x	7,3x	11%	5%	20%	21%
Median	15 707	23 458	1,6x	1,6x	8,5x	7,9x	13%	7%	21%	21%
West International	225	215	2,1x	1,3x	19,8x	10,0x	34%	58%	11%	13%

Källa: Bloomberg & Redeye Research

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 18,6 SEK per aktie, 85 procent potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 5,2 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 5,2 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 2 procent per år. Vårt motiverade värde i Bull-case uppgår till 18,6 SEK per aktie.

Katalysatorer för värdeökning

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

Genombrottsaffär på en ny geografisk marknad kan skapa en högre värdering

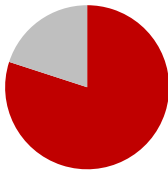
Sammanfattning Redeye Rating

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:

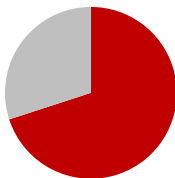
Höjd rating för lönsamhet samt minskad riskfri ränta

Ledning 8.0p



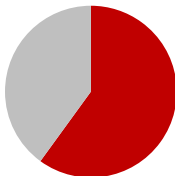
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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

Ägarskap 7.0p



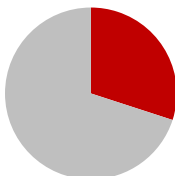
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 25 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt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

Vinstutsikter 6.0p



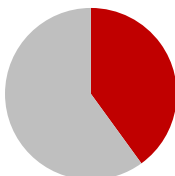
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt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

Lönsamhet 3.0p



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

Finansiell styrka 4.0p



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

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	75	77	103	163	229
Summa rörelsekostnader	-70	-71	-93	-142	-191
EBITDA	5	6	11	21	38
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	-1	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-4	-3	-4	-6	-7
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	1	3	6	15	29
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	1	3	6	15	29
Skatt	0	-1	-1	-1	-6
Nettoreultat	0	2	5	13	23
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	1	19	10	7	9
Kundfordringar	10	9	20	34	50
Lager	10	19	19	29	43
Andra fordringar	3	3	4	7	9
Summa omsättn.	23	51	52	78	112
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	0	1	1	1	1
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	6	8	9	11	15
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	7	9	10	12	17
Uppsk. skatteford.	5	4	4	4	4
Summa tillgångar	35	64	66	94	133
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	12	24	21	33	46
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	3	3	4	7	9
Summa kort. skuld	15	27	25	39	55
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	15	27	25	39	55
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	0	0	0	0
Eget kapital	21	36	41	54	77
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	21	36	41	54	77
Summa skulder och E. Kap.	37	64	66	94	133
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	75	77	103	163	229
Sum rörelsekost.	-70	-71	-93	-142	-191
Avskrivningar	-4	-3	-5	-7	-8
EBIT	1	3	6	15	29
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	1	3	6	15	29
Avskrivningar	4	3	5	7	8
Bruttokassaflöde	5	6	11	21	38
Föränd. i rörelsekap	-2	3	-13	-13	-17
Investeringar	-6	-6	-6	-9	-13
Fritt kassaflöde	-2	4	-8	-1	8
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	57%	56%	62%	58%	58%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-1	-19	-10	-7	-9
Sysselsatt kapital	20	17	31	47	68
Kapit. oms. hastighet	2.2	1.2	1.6	1.7	1.7
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	11%	2%	34%	58%	40%
VPA-tillväxt (just)	-123%	295%	123%	164%	75%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	11.9 %	NPV FCF (2017-2019)	-10
		NPV FCF (2020-2026)	131
		NPV FCF (2027-)	164
		Rörelsefrämjade tillgångar	19
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	304
Antaganden 2017-2023		Motiverat värde per aktie, SEK	13.0
Genomsn. förs. tillv.	26.6 %	Börskurs SFK	10.4
FRIT-marginal	14.4 %		

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	2%	8%	13%	28%	35%
ROCE	4%	11%	16%	31%	45%
ROIC	6%	15%	37%	46%	63%
EBITDA-marginal	7%	8%	11%	13%	16%
EBIT-marginal	1%	4%	6%	9%	13%
Netto-marginal	1%	3%	5%	8%	10%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0.02	0.10	0.21	0.56	0.98
VPA just	0.02	0.10	0.21	0.56	0.98
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.04	-0.82	-0.42	-0.31	-0.38
Antal aktier	19.65	23.37	23.37	23.37	23.37

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	65.0	120.4	224.2	226.7	225.2
P/E	145.4	65.2	49.1	18.6	10.6
P/S	0.9	1.9	2.4	1.5	1.1
EV/S	0.9	1.6	2.2	1.4	1.0
EV/EBITDA	12.7	20.0	20.6	10.6	6.0
EV/EBIT	77.8	39.1	36.0	15.6	7.7
P/BV	3.1	3.9	5.7	4.3	3.0

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	30.0 %	Omsättning	17.1 %
3 mån	34.2 %	Rörelseresultat, just	173.14 %
12 mån	160.7 %	V/A, just	196.5 %
Årets Början	67.7 %	EK	39.4 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
Nordnet Pensionsförsäkring	15.7 %	15.7 %
Avanza Pension	9.6 %	9.6 %
Malte Roggentin	8.3 %	8.3 %
Elementa	6.0 %	6.0 %
Göran Sparrdal	4.7 %	4.7 %
Sten Karlsson (med bolag)	3.0 %	3.0 %
Roger Andersson	2.6 %	2.6 %
Livförsäkringsbolaget Skandia	1.3 %	1.3 %
Tomas Rudenstam (med bolag)	0.9 %	0.9 %
Håkan Larsson	0.8 %	0.8 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	
Kurs, SEK	10.4
Antal aktier, milj	22.5
Börsvärde, MSEK	234.0

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>2014</td> <td>~65</td> <td>~55%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~75</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~75</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~105</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~165</td> <td>~65%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~230</td> <td>~55%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning	Försäljningstillväxt	2014	~65	~55%	2015	~75	~15%	2016	~75	~5%	2017E	~105	~45%	2018E	~165	~65%	2019E	~230	~55%	<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>2014</td> <td>~-1</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~1</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~3</td> <td>~6%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~6</td> <td>~8%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~14</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~29</td> <td>~13%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just	EBIT just-marginal	2014	~-1	~0%	2015	~1	~4%	2016	~3	~6%	2017E	~6	~8%	2018E	~14	~10%	2019E	~29	~13%
År	Omsättning	Försäljningstillväxt																																									
2014	~65	~55%																																									
2015	~75	~15%																																									
2016	~75	~5%																																									
2017E	~105	~45%																																									
2018E	~165	~65%																																									
2019E	~230	~55%																																									
År	EBIT just	EBIT just-marginal																																									
2014	~-1	~0%																																									
2015	~1	~4%																																									
2016	~3	~6%																																									
2017E	~6	~8%																																									
2018E	~14	~10%																																									
2019E	~29	~13%																																									
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>2014</td> <td>~0.05</td> <td>~0.05</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~0.05</td> <td>~0.05</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~0.05</td> <td>~0.05</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0.15</td> <td>~0.15</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~0.45</td> <td>~0.45</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~0.95</td> <td>~0.95</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA	VPA (just)	2014	~0.05	~0.05	2015	~0.05	~0.05	2016	~0.05	~0.05	2017E	~0.15	~0.15	2018E	~0.45	~0.45	2019E	~0.95	~0.95	<table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet</th> <th>Skuldsättningsgrad</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~45%</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~55%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~55%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~60%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~55%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~55%</td> <td>~1%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet	Skuldsättningsgrad	2014	~45%	~4%	2015	~55%	~0%	2016	~55%	~0%	2017E	~60%	~0%	2018E	~55%	~0%	2019E	~55%	~1%
År	VPA	VPA (just)																																									
2014	~0.05	~0.05																																									
2015	~0.05	~0.05																																									
2016	~0.05	~0.05																																									
2017E	~0.15	~0.15																																									
2018E	~0.45	~0.45																																									
2019E	~0.95	~0.95																																									
År	Soliditet	Skuldsättningsgrad																																									
2014	~45%	~4%																																									
2015	~55%	~0%																																									
2016	~55%	~0%																																									
2017E	~60%	~0%																																									
2018E	~55%	~0%																																									
2019E	~55%	~1%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Kristoffer.Lindström. äger aktier i bolaget West Int.: Ja</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>West levererar smarta transaktions- och betalningslösningar som hjälper bolagets kunder att effektivisera handeln i fysiska miljöer. Kunderna utgörs av systemintegratörer, distributörer samt slutkunder inom områdena handel och besöksnäring. West grundades 1988 och är noterat på Nasdaq OMX First North sedan 2007. Huvudkontoret ligger i Upplands Väsby och där finns drygt 20 anställda inom försäljning, projektledning, utveckling, inköp, lager och service.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och 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 (2017-06-08)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	42	17	11	21
3,5p - 7,0p	70	64	98	34	45
0,0p - 3,0p	13	22	13	83	62
Antal bolag	127	128	128	128	128

*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.