

**Sammanfattning**
**West International (WINT.ST)**
**Det oupptäckta fintechbolaget**

- Under det sista kvartalet för året så fortsätter West att leverera på våra högt ställda förväntningar. De rapporterade siffrorna kom in väldigt nära våra estimat med som stack ut var en riktigt stark bruttomarginal.
- Vi anser att det stora värdet i West ligger i deras expansion utomlands, onlinesatsning och Självbetjäningsutbredning. Betalväxeln, som lanserades under 2017, är den stora möjliggöraren av den kommande värdeexpansionen. I denna analys justerar vi ned våra kortsiktiga prognoser något, då arbetet utomlands tar lite längre tid, men höjer våra antagande om långsiktig lönsamhet. Vi anser att West är ett oupptäckt fintechbolag med en ljus framtid.
- Som en följd av våra långsiktiga estimat höjningar ökar vår Base-case värdering till 18 (15) SEK per aktie. Vårt värdespann med Bear- respektive Bull-case sträcker sig från 9-28 SEK per aktie.

Lista:

Börsvärde:

298 MSEK

Bransch:

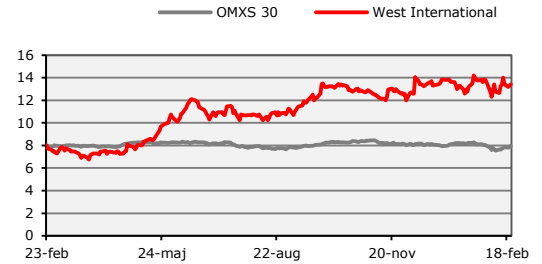
Information Technology

VD:

Sten Karlsson

Styrelseordf:

Christina Detlefsen


**Redeye Rating (0 – 10 poäng)**

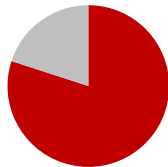
Ledning

Ägarskap

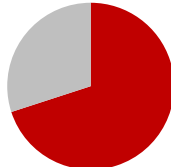
Vinstutsikter

Lönsamhet

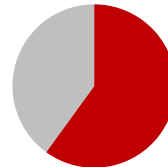
Finansiell styrka



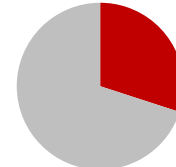
8.0 poäng



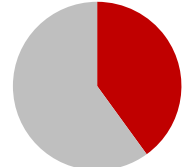
7.0 poäng



6.0 poäng



3.0 poäng



4.0 poäng

**Nyckeltal**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning, MSEK	77	93	116	168	210
Tillväxt	2%	21%	24%	45%	25%
EBITDA	6	12	15	24	43
EBITDA-marginal	8%	13%	13%	14%	21%
EBIT	3	8	10	17	32
EBIT-marginal	4%	9%	8%	10%	15%
Resultat före skatt	3	8	10	17	32
Nettoresultat	2	6	8	13	25
Nettomarginal	3%	7%	7%	8%	12%
Utdelning/Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
VPA	0.09	0.26	0.32	0.57	1.06
P/E	65.7	46.2	41.0	23.2	12.5
EV/S	1.6	2.8	2.5	1.7	1.3
EV/EBITDA	20.0	21.0	19.8	12.2	6.5

**Fakta**

Aktiekurs (SEK)	13.3
Antal aktier (milj)	22.5
Börsvärde (MSEK)	298
Nettoskassa (MSEK)	10
Free float (%)	30 %
Dagl oms. ('000)	60

Analytiker:

Kristoffer Lindström

[kristoffer.lindstrom@redeye.se](mailto: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).

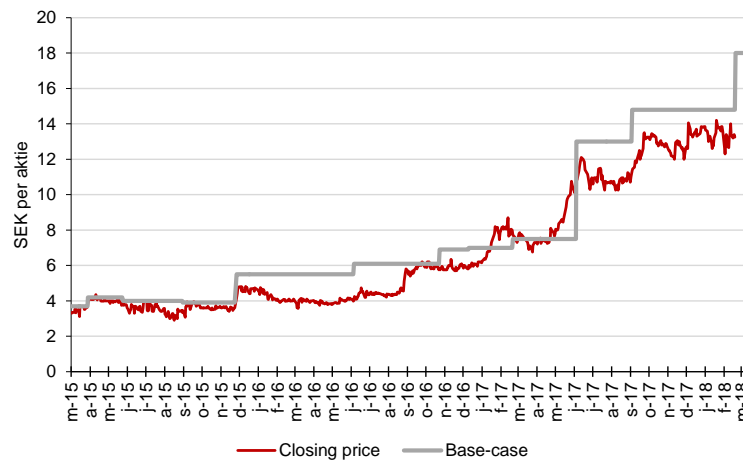
### Finansiell styrka

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.

## Investment case

I denna analysuppdatering justerar vi upp vår Base-case värdering från 15 till **18** SEK per aktie för West International. Vi tycker att den senaste tiden utveckling stärker vår bild över den kommande marginalexpansionen de närmaste åren, så vi höjer våra långsiktiga antaganden. 2018 och 2019 kommer vara intressanta år för West då bolaget går in en ny fas. Vi menar att West är ett fintechbolag men som in prissätts som ett. Uppköp inom betalningsbransch är vanlig och vi ser West som en klar förvärvskandidat för många spelare. Vi har bevakat bolaget sedan i mars 2015 och utsikterna har, enligt vår mening i alla fall, aldrig sett så ljusa ut som nu.

### Aktiekurs med Base-case värdering



Källa: Redeye Research

### Vår Investment case bygger på följande grundteser:

- **Den globala expansionen är ännu inte diskonterad:** Dagens värdering indikerar att marknaden ännu inte har förstått möjligheterna med expansionen utomlands och vilket försäljningsutvecklingen samt lönsamhet det kommer leda till
- **Steg upp i värdekedjan leder till förbättrad lönsamhet:** West investerar i sin tekniska plattform vilket innebär att bolaget snart kommer att kunna tjäna pengar på transaktionsvolym, vilket leder till ökad lönsamhet och möjligheten till snabbare internationell expansion
- **Höga inträdesbarriärer:** Wests verkar på en marknad där det finns stora hinder för nya företag att etablera sig. De främsta konkurrensfördelarna är stora investeringar i teknik, långa starttider på nya marknader och inlåningseffekter. Dessa barriärer leder till god tillväxt samt lönsamhet.

## Fortsätter leverera

### Utfallstabell estimat - West International

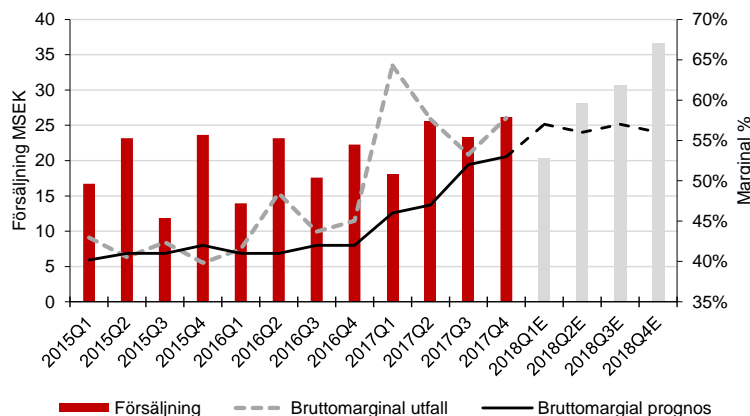
MSEK	2016 Q4	2017 Q4A	2017 Q4E	Diff %
Nettoomsättning	22,3	26,2	27,8	-6%
Bruttovinst	10,0	15,1	14,7	3%
EBITDA	1,8	2,5	2,5	0%
EBIT	1,1	1,2	1,0	26%
Tillväxt omsättning	-6%	18%	25%	
Bruttomarginal	45%	58%	53%	
EBITDA-marginal	8%	10%	9%	
EBIT-marginal	5%	5%	4%	

Källa: Redeye Research

Under årets sista kvartal så fortsätter West att leverera på våra högt ställda förväntningar och de rapporterade siffrorna kom in väldigt nära våra estimat. Vad som stack ut var en riktigt stark bruttomarginal på 58 procent mot vår prognos om 53 procent. Under Q4 växte bolaget med 18 procent. Ett flertal affärer inom Kortterminaler samt de konstant stigande återkommandeintäkterna är de största tillväxtfaktorerna.

Bruttomarginalen var klart över vår prognos och det känns som att bolaget nu har tagit sig till en ny nivå. Primärt bidrar de stigande återkommande intäkterna, förbättrade inköpspriser samt högre förädlingsvärden. Vi ser med andra ord inte denna marginaluppgång som något temporärt.

### West International, bruttomarginal (%) och försäljning (MSEK)



Källa: Redeye Research

Som går att utläsa i diagrammet ovan så har vi legat för konservativt gällande bruttomarginalen ända sedan Q2'16. Att vara försiktig i prognoserna är i regel bra, men nu väljer vi att göra en större uppjustering. Under 2018 räknar vi nu med att marginalen uppgår till cirka 56 procent.

Långsiktig finns det ytterligare faktorer som talar för en fortsatt förbättrad marginal:

- **Växande bas av installerade terminaler** – När den installerade basen av terminaler växer så ökar serviceavgifterna stadigt.
- **Fortsatt förstärkt försäljningsmix** – Försäljningen av det klassiska Kassasystem fortsätter minska som andel av de totala intäkterna. Då bruttointäkterna inom både Kortterminal och Självbetjäning är långt högre så höjs marginalen ytterligare.
- **Förbättrat erbjudande inom Självbetjäning** – West kommer i fortsättning även leverera sina egna kortterminaler inom Självbetjäning, tidigare användes Ingenico. Detta leder till ökad lönsamhet på affärer inom segment.
- **Stark lönsamhet på nya affärer utomlands** – På många av affärerna utomlands har West en långt högre serviceintäkt än i Sverige, det kommer leda till en kraftig uppgång av de repetitiva intäkterna framöver. Programvaruaffären med ABSA är också ett exempel på en affär till mycket god lönsamhet. Liknande affärer framöver kan förekomma.
- **Transaktionsintäkter genom ny betalväxel** - Wests betalväxel, som har varit under utveckling i 2,5 år, är nu certifierad enligt regelverket PCI DSS. Det betyder att betalväxeln är godkänd att hantera alla typer av kortbetalningar. Fördelen med den nya betalväxeln är stor. Dels öppnar det upp för transaktionsintäkter, till höga marginaler, möjliggör en onlinesatsning och förenklar integration med nya kunder.

I övrigt växer West kraftigt och har fortsatt anställa och det tar en liten stund innan bolaget växer in i den större kostandskostymen. Vi ser en klar marginalökning framöver genom att försäljningen utomlands börjar ta fart på allvar under 2018 och 2019.

### **Betalväxeln öppnar upp för online**

West har nyligen annonserat sin framtida satsning inom e-handel. Något som marknaden inte har uppfattat riktigt. Vi nämnde även detta i vår senaste analysuppdatering. Vi tror att West har något konkurrenskraftigt att erbjuda här med äkta OMNI, dvs; webb, mobil och i butik. Fördelen med att samla alla kanaler under samma betalleverantör är många.

Med Omnichannel menas att butiker och företag använder sig av med flera kanaler för att förbättra upplevelsen och förståelsen över sina kunder. Kunder ska alltså enkelt kunna använda handla via app, webbsida eller i fysiskmiljö och få en förstärkt upplevelse. Det en teknisk svårt att koppla samman dessa olika miljöer och göra upplevelsen ”sömlös”. Att systemet ska känna av och veta vad en kund handlat för några dagar sedan via webben när de besöker den fysiska butiken och ge specifika kundpassade erbjudanden i en app är något som många vill uppnå.

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

### **Försenat med Star i Australien, men utökat affärsinriktning**

Som vi tidigare har diskuterat om så ingick West avtal i augusti 2016 med Stargroup Ltd. Star genomgång sedan hösten 2017 en rekapitalisering. West väljer nu att framöver arbeta med flertalet distributionspartners i Australien. Start kommer alltså inte längre vara exklusiv distributör för Wests terminaler. Arbetet fortskrider med inkoppling och certifiering av Wests betalväxel mot det lokala banknätverket vilket beräknas vara klart under 2018. Vi trodde inkopplingen skulle komma på plats lite tidigare, men som alltid tar allt lite längre tid. Detta medför att vi korrigerar våra försäljningsprognoser något.

### **Affärer utomlands tar tid, men är på gång**

Vi fortsätter att hävda att utlandssatsningen kommer vara den stora drivkraften för West de närmaste åren. Vi har sett att affärer börjat rulla in och det verkar ta fart först i Asien samt Sydafrika. Vi ser sannolikt att den största tillväxt ökningen kommer under H2'18 samt 2019. Vi har tidigare räknat med något högre tillväxt under 2018 men skjuter detta något på tiden i denna uppdatering.

## Prognos för Q4 och estimatförändringar

Enligt våra beräkningar uppgår de hittills annonserade affärerna under Q1 till cirka 19 MSEK, jämfört med samma period föregående år är det en ökning med runt 61 procent. Wests återkommande uppgår till cirka 3 MSEK per kvartalet.

Kvartalsestimat - West International		
	2017	2018
MSEK	Q1	Q1E
Nettoomsättning	18,1	20,3
Bruttovinst	11,6	11,6
EBITDA	3,2	1,0
EBIT	2,5	-0,2
Tillväxt omsättning	30%	12%
Bruttomarginal	64%	57%
EBITDA-marginal	18%	5%
EBIT-marginal	14%	-1%

Källa: Redeye Research

Jämförelse siffrorna är ganska höga då en licensaffär med ClearOn gällande Cash2Go påverkade både försäljning samt marginaler positivt under förra årets första kvartal. Under Q1 räknar vi med intäkter som uppgår till 20,3 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på cirka 12 procent, exkluderat ClearOn effekten är den organiska tillväxten högre. Under kvartalet kommer West leverera en mjukvaruaffär till ABSA Bank uppgående på runt 2 MSEK, vilket är positivt för lönsamheten. I övrigt räknar vi med att kostnader för personal m.m. landar på ungefär samma nivå som under Q4'17. Våra antaganden genererar en EBITDA på 1,0 MSEK

### Justerar ned kortsiktiga antaganden...

Vi räknar med ytterligare fördröjningar i Australien så vi har justerat ned vår försäljningsprognos men vi har samtidigt höjt våra antaganden om bruttomarginal, något som vi diskuterat kring tidigare i denna analys.

Estimatförändringar			
MSEK	2018E	2019E	2020E
<b>Omsättning</b>			
Gammal	142	206	263
Ny	116	168	210
% förändring	-18%	-18%	-20%
<b>EBITDA</b>			
Gammal	22	36	61
marginal	15,5%	17,5%	23,2%
Ny	15	24	43
marginal	12,6%	14,2%	20,7%
% förändring	-34%	-34%	-29%
<b>EBIT</b>			
Gammal	16	28	49
marginal	11,3%	13,6%	18,6%
Ny	10	17	32
marginal	8,4%	10,4%	15,4%
% förändring	-39%	-38%	-34%

Källa: Redeye Research

### ...men höjer längre fram

Vi sänker alltså våra kortsiktiga estimat något och samtidigt justera upp våra långsiktiga antaganden gällande den uthålliga lönsamheten. I vår värdering så antas nu en EV/EBIT exit multipel på runt 8x, upp från tidigare 5x. Detta är primärt en effekt av att vi antar en höjning av den uthålliga marginalen till 25 procent från tidigare 23 procent.

West International	Tidigare	Nya
<b>Antaganden:</b>	<b>16-26</b>	<b>17-27</b>
CAGR försäljning	19%	17%
EBIT-marginal (medel)	19%	23%
<b>Mognadsfasen</b>		
Terminal tillväxt av FCF	2%	2%
Terminal EBIT-marginal	23%	25%
EV/EBIT Exit multipel	5x	8x

Källa: Redeye Research

Till grund för vår förändring ligger bland annat argument som:

- Bruttomarginalen fortsätter stärkas, samt att vi ser ett antal marginalhöjande effekter de kommande åren.
- Genombrott utomlands under slutet av 2018 men primärt 2019
- Online satsning bör leda till mer transaktionsbaserade intäkter
- Förbättrad lönsamhet inom Självbetjäning samt en ökad satsning på området
- Betalväxeln öppnar flertalet möjlighet som både leder till nya intäktsben och bättre lönsamhet



## Värdering – Base-case

Efter genomförda förändringar så höjs vår Base-case värdering till **18** (15) SEK per aktie. I detta scenario så antar vi en CAGR av försäljningen på 17 procent mellan åren 2017-2027 och en genomsnittlig EBIT-marginal på 23 procent. Vidare antar vi att marginalen är expanderande då bolagets affärsmodell inom Kortterminaler är skalbar och uppgår till 25 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 ändå fortsatt ganska konservativa kring utlandssatsningen.

West International Base-case			
Antaganden:	17-27	DCF-värde	
CAGR försäljning	17%	WACC	11,9%
EBIT-marginal (medel)	23%	Nuvärde av FCF	155
		Nuvärde av Terminal Value	236
Mognadsfasen			
Terminal tillväxt av FCF	2,0%	EV	391
Terminal EBIT-marginal	25%	Nettokassa	12
EV/EBIT Exit multipel	8x	Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigering	0
		<b>DCF-värde</b>	<b>403</b>
		<b>Motiverat värde per aktie</b>	<b>18</b>
		Dagens aktiekurs	13,5
		<b>Potential/Risk</b>	<b>33%</b>

Källa: Redeye Research

## Relativvärdering

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

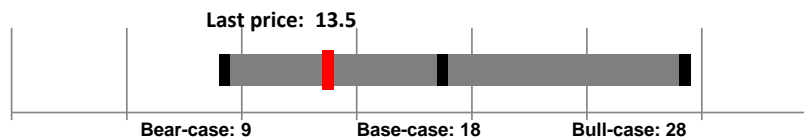
Peer valuation West International (MSEK)									
Bolag	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Sales CAGR		EBITDA margin	
		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
Square	140 400	13,7x	10,6x	72x	42x	33%	30%	19%	25%
Ingenico	59 426	2,1x	1,9x	10x	9x	14%	9%	21%	22%
Verifone	21 530	1,4x	1,4x	8x	9x	7%	5%	18%	15%
Cardtronics	16 511	1,6x	1,6x	8x	8x	-13%	-1%	21%	21%
PAX	2 353	0,6x	0,6x	4x	3x	12%	12%	18%	18%
<b>Medel</b>	<b>59 467</b>	<b>3,9x</b>	<b>3,2x</b>	<b>20x</b>	<b>14x</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>
<b>Median</b>	<b>40 478</b>	<b>1,6x</b>	<b>1,6x</b>	<b>8x</b>	<b>9x</b>	<b>10%</b>	<b>7%</b>	<b>20%</b>	<b>21%</b>
<b>West International</b>	<b>294</b>	<b>3,2x</b>	<b>1,7x</b>	<b>20x</b>	<b>10x</b>	<b>21%</b>	<b>24%</b>	<b>13%</b>	<b>17%</b>

Källa: Bloomberg & Redeye Research

## Bull- och Bear-case

Vårt värdespann sträcker sig mellan 9-28 SEK per aktie med ett Base-case på 18 SEK.

### 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 antar vi att konkurrensen ökar, vilket pressar marginalerna och tillväxtmöjligheter. Vårt motiverade värde i Bear-case uppgår till 9 SEK per aktie.

### Bull-case

I vårt Bull-case antar vi att bolagets lyckas snabbare med att ta marknadsandelar på de nya geografiska tillväxtområdena samt en lyckad omnisatsning. Detta scenario förutsätter högre CAPEX då denna expansion kostar pengar i form av utveckling men detta vägs upp tack vare den snabba tillväxten och förbättrade marginaler. I detta scenario räknar vi med att West omvärderas mer som ett "fintechbolag". Vi räknar här med att bolaget kan nå EBIT marginaler närmare 29 procent i sin mognadsfas, vilket är i nivå med mer mogna fintechbolag. Vidare räknar vi med att bolaget kan behålla sin ROIC något över bolagets WACC under denna mognadsfas och växa med 2 procent per år. Vårt motiverade värde i Bull-case uppgår till 28 SEK per aktie.

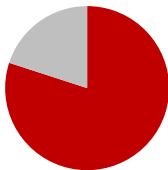
## Sammanfattning Redeye Rating

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:

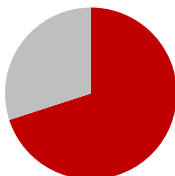
Ingen förändring i Rating.

#### Ledning 8.0p



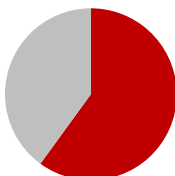
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt. 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 7.0p



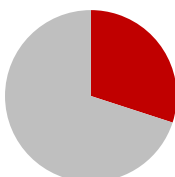
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse och VD äger närmare 25 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt fokus. Vi skulle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



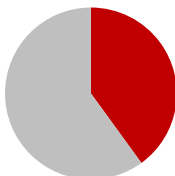
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt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

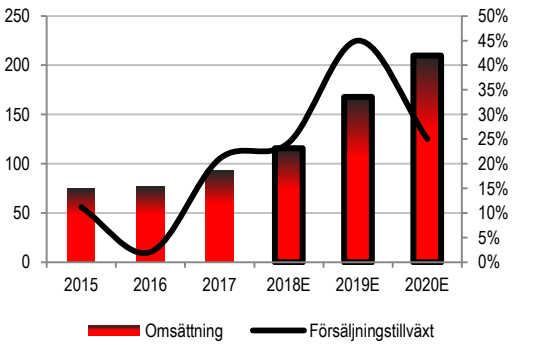
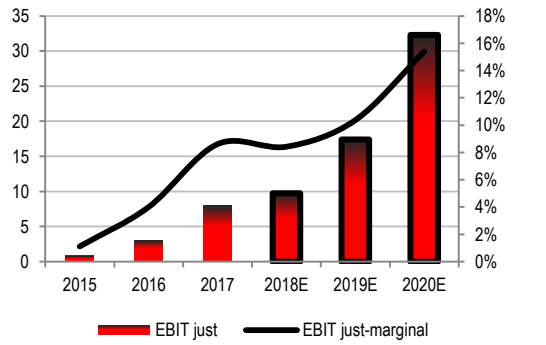
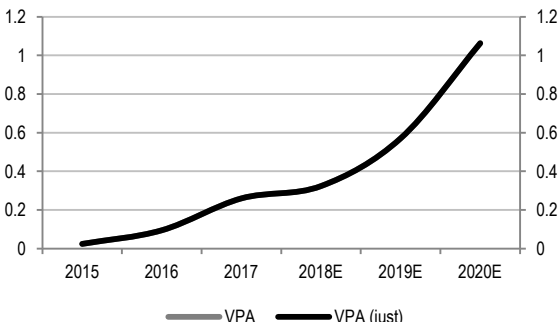
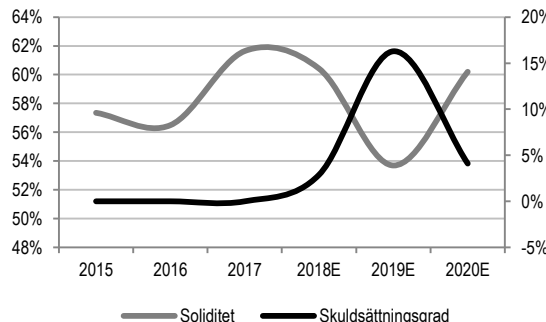
#### Finansiell styrka 4.0p



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	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	77	93	116	168	210
Summa rörelsekostnader	-71	-81	-101	-144	-166
<b>EBITDA</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>43</b>
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-3	-4	-4	-5	-10
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>32</b>
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
<b>Resultat före skatt</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>32</b>
Skatt	-1	-2	-2	-4	-7
<b>Nettoreultat</b>	<b>2</b>	<b>6</b>	<b>8</b>	<b>13</b>	<b>25</b>
Balansräkning	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>Tillgångar</b>					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	19	12	12	17	21
Kundfordringar	9	18	24	37	46
Lager	19	23	29	40	50
Andra fordringar	3	0	0	0	0
<b>Summa omsättn.</b>	<b>51</b>	<b>54</b>	<b>65</b>	<b>94</b>	<b>118</b>
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	1	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.	8	11	14	21	26
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
<b>Summa anlägg.</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>21</b>	<b>27</b>
Uppsk. skatteford.	4	2	2	2	2
<b>Summa tillgångar</b>	<b>64</b>	<b>68</b>	<b>82</b>	<b>118</b>	<b>147</b>
<b>Skulder</b>					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	24	24	29	42	52
Kortfristiga skulder	0	0	1	10	4
Övriga kortfristiga skulder	3	0	0	0	0
<b>Summa kort. skuld</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>52</b>	<b>56</b>
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
<b>Summa skulder</b>	<b>27</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>52</b>	<b>56</b>
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	2	2	2	2
Eget kapital	36	42	50	63	88
Minoritet	0	0	0	0	0
<b>Minoritet &amp; E. Kap.</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>50</b>	<b>63</b>	<b>88</b>
<b>Summa skulder och E. Kap.</b>	<b>64</b>	<b>68</b>	<b>82</b>	<b>118</b>	<b>147</b>
Fritt kassaflöde	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Omsättning	77	93	116	168	210
Sum rörelsekost.	-71	-81	-101	-144	-166
Avskrivningar	-3	-4	-5	-6	-11
<b>EBIT</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>32</b>
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
<b>NOPLAT</b>	<b>3</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>17</b>	<b>32</b>
Avskrivningar	3	4	5	6	11
<b>Bruttokassaflöde</b>	<b>6</b>	<b>12</b>	<b>15</b>	<b>24</b>	<b>43</b>
Föränd. i rörelsekap	3	-13	-7	-11	-9
Investeringar	-6	-8	-8	-13	-16
<b>Fritt kassaflöde</b>	<b>4</b>	<b>-8</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>18</b>
Kapitalstruktur	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Soliditet	56%	62%	60%	54%	60%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	3%	16%	4%
Nettoskuld	-19	-12	-10	-7	-17
Sysselsatt kapital	17	30	40	57	71
Kapit. oms. hastighet	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
Tillväxt	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Försäljningstillväxt	2%	21%	24%	45%	25%
VPA-tillväxt (just)	295%	175%	25%	76%	86%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
WACC	11.9 %	NPV FCF (2018-2020)	3		
		NPV FCF (2021-2027)	170		
		NPV FCF (2028-)	236		
		Rörelsefrämjade tillgångar	12		
		Räntebärande skulder	0		
		Motiverat värde MSEK	422		
Antaganden 2017-2023		<b>Motiverat värde per aktie, SEK</b>	<b>18</b>		
Genomsn. förs. tillv.	18.7 %	Börskurs SFK	13.3		
FRIT-marginal	19.1 %				
Lönsamhet	2016	2017	2018E	2019E	2020E
ROE	8%	16%	17%	24%	33%
ROCE	11%	21%	21%	28%	39%
ROIC	15%	47%	33%	44%	57%
EBITDA-marginal	8%	13%	13%	14%	21%
EBIT-marginal	4%	9%	8%	10%	15%
Netto-marginal	3%	7%	7%	8%	12%
Data per aktie	2016	2017	2018E	2019E	2020E
VPA	0.09	0.26	0.32	0.57	1.06
VPA just	0.09	0.26	0.32	0.57	1.06
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.81	-0.52	-0.43	-0.28	-0.74
Antal aktier	23.53	23.53	23.53	23.53	23.53
Värdering	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Enterprise Value	120.4	257.7	288.0	291.6	280.7
P/E	65.7	46.2	41.0	23.2	12.5
P/S	1.9	3.0	2.7	1.9	1.5
EV/S	1.6	2.8	2.5	1.7	1.3
EV/EBITDA	20.0	21.0	19.8	12.2	6.5
EV/EBIT	39.1	32.1	29.5	16.7	8.7
P/BV	3.9	6.4	6.0	4.7	3.4
Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e		
1 mån	-6.7 %	Omsättning	22.7 %		
3 mån	1.9 %	Rörelseresultat, just	77.93 %		
12 mån	65.6 %	V/A, just	85.0 %		
Årets Början	-4.3 %	EK	17.5 %		
Aktiestructur %		Röster	Kapital		
Nordnet Pensionsförsäkring		16.6 %	16.6 %		
Avanza Pension		8.3 %	8.3 %		
Malte Roggentin		8.3 %	8.3 %		
Per Jörgen Roland Nordlund (med bolag)		5.9 %	5.9 %		
Göran Sparrdal		4.7 %	4.7 %		
Ejderholmen AB		3.2 %	3.2 %		
Sten Karlsson (med bolag)		3.0 %	3.0 %		
Elementa		2.8 %	2.8 %		
Roger Andersson		2.4 %	2.4 %		
Livförsäkringsbolaget Skandia		1.9 %	1.9 %		
Aktien					
Reuterskod					
Lista					
Kurs, SEK			13.3		
Antal aktier, milj			22.5		
Börsvärde, MSEK			298.1		
Bolagsledning & styrelse					
VD			Sten Karlsson		
CFO			Lars Levin		
IR					
Ordf			Christina Detlefsen		
Nästkommande rapportdatum					
Analytiker			Redeye AB		
Kristoffer Lindström			Mäster Samuelsgatan 42, 10tr		
kristoffer.lindstrom@redeye.se			114 35 Stockholm		

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning &amp; Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015</td> <td>~75</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~75</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>~90</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~115</td> <td>~25%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~170</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>~210</td> <td>~35%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2015	~75	~10%	2016	~75	~5%	2017	~90	~15%	2018E	~115	~25%	2019E	~170	~45%	2020E	~210	~35%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) &amp; Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015</td> <td>~1</td> <td>~2%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~3</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>~8</td> <td>~8%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~10</td> <td>~8%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~18</td> <td>~12%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>~32</td> <td>~16%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2015	~1	~2%	2016	~3	~4%	2017	~8	~8%	2018E	~10	~8%	2019E	~18	~12%	2020E	~32	~16%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2015	~75	~10%																																									
2016	~75	~5%																																									
2017	~90	~15%																																									
2018E	~115	~25%																																									
2019E	~170	~45%																																									
2020E	~210	~35%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2015	~1	~2%																																									
2016	~3	~4%																																									
2017	~8	~8%																																									
2018E	~10	~8%																																									
2019E	~18	~12%																																									
2020E	~32	~16%																																									
<p><b>Vinst Per Aktie</b></p>  <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015</td> <td>~0.05</td> <td>~0.05</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~0.1</td> <td>~0.1</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>~0.25</td> <td>~0.25</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~0.3</td> <td>~0.3</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~0.6</td> <td>~0.6</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>~1.1</td> <td>~1.1</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2015	~0.05	~0.05	2016	~0.1	~0.1	2017	~0.25	~0.25	2018E	~0.3	~0.3	2019E	~0.6	~0.6	2020E	~1.1	~1.1	<p><b>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</b></p>  <table border="1"> <caption>Soliditet &amp; Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2015</td> <td>~58%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~57%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>~62%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~55%</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~54%</td> <td>~15%</td> </tr> <tr> <td>2020E</td> <td>~60%</td> <td>~5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2015	~58%	~0%	2016	~57%	~0%	2017	~62%	~0%	2018E	~55%	~5%	2019E	~54%	~15%	2020E	~60%	~5%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2015	~0.05	~0.05																																									
2016	~0.1	~0.1																																									
2017	~0.25	~0.25																																									
2018E	~0.3	~0.3																																									
2019E	~0.6	~0.6																																									
2020E	~1.1	~1.1																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2015	~58%	~0%																																									
2016	~57%	~0%																																									
2017	~62%	~0%																																									
2018E	~55%	~5%																																									
2019E	~54%	~15%																																									
2020E	~60%	~5%																																									
<p><b>Produktområden</b></p>	<p><b>Geografiska områden</b></p>																																										
<p><b>Intressekonflikter</b></p> <p><b>Kristoffer.Lindström. äger aktier i bolaget West International: Ja</b></p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p><b>Verksamhetsbeskrivning</b></p> <p>West levererar smarta transaktions- och betalningslösningar som hjälper bolagets kunder att effektivisera handeln i fysiska miljöer. Kunderna utgörs av systemintegratörer, distributörer samt slutkunder inom områdena handel och besöksnäring. West grundades 1988 och är noterat på Nasdaq OMX First North sedan 2007. Huvudkontoret ligger i Upplands Väsby och där finns drygt 20 anställda inom försäljning, projektledning, utveckling, inköp, lager och service.</p>																																										

**DISCLAIMER****Viktig information**

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

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

**Ansvarsbegränsning**

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

**Potentiella intressekonflikter**

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 ( )**

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	45	43	17	10	20
3,5p - 7,0p	72	66	101	35	44
0,0p - 3,0p	14	22	13	86	67
Antal bolag	131	131	131	131	131

\*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.