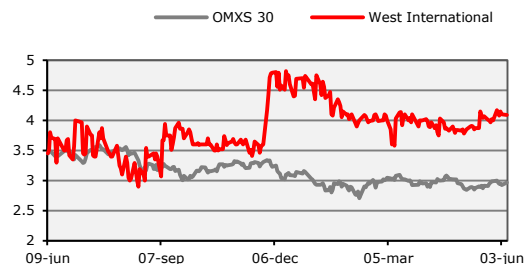


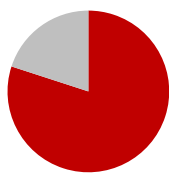
Sammanfattning
West International (WINT.ST)
Ny affär med stor potential

- Wests rapport för första kvartalet 2016 kom in i nivå med våra förväntningar. Att bolaget levererade en försäljningsnedgång var väntat då försäljningen varierar mellan olika kvartal. Bolaget är i inledningen av sin internationella tillväxtresa som vi ser som den största värdedrivaren i bolaget.
- Den nyligen annonserade affären med V-Switch i Sydafrika är ytters intressant då terminalerna nu är certifierade genom Standard Bank. Certifieringen öppnar upp en stor del av den attraktiva sydafrikanska marknaden, vi ser en stor potential i regionen för West framöver.
- Vi har höjt våra försäljningsprognoser då vi räknar med att avtalet med V-Switch är starten på något större. Trots utspädningen efter den genomförda spridningsemissionen ökar vårt motiverade värde, i Base-case, till 6,1 (5,5) SEK per aktie. Vi finner aktien som attraktivt värderad då marknaden fortfarande inte prisar in den tillväxtresa som West sannolikt står inför.

Lista: 90 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Tomas Rudenstam
 Styrelseordf:

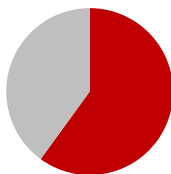

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



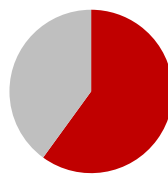
8,0 poäng

Ägarskap



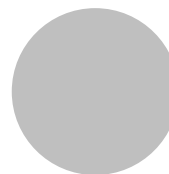
6,0 poäng

Vinstutsikter



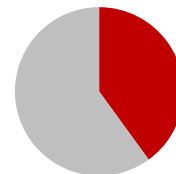
6,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

Nyckeltal

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning, MSEK	68	75	86	140	202
Tillväxt	53%	11%	14%	63%	45%
EBITDA	3	5	7	18	28
EBITDA-marginal	4%	7%	8%	13%	14%
EBIT	-2	1	3	13	21
EBIT-marginal	Neg	1%	3%	9%	10%
Resultat före skatt	-3	1	3	13	21
Nettoresultat	-2	0	3	13	19
Nettomarginal	Neg	1%	4%	10%	9%
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
VPA	-0,11	0,03	0,14	0,59	0,85
P/E	Neg	139,9	28,3	6,8	4,7
EV/S	0,7	0,9	0,9	0,6	0,4
EV/EBITDA	16,7	12,7	12,1	4,3	2,7

Fakta

Aktiekurs (SEK)	4,0
Antal aktier (milj)	22,5*
Börsvärde (MSEK)	90
Nettoskuld (MSEK)	-10
Free float (%)	30 %
Dagl oms. ('000)	35

Analytiker:
 Kristoffer Lindström
 kristoffer.lindstrom@redeye.se

***Efter emission**

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.

Mot nya marknader

Wests rapport för det första kvartalet var mer eller mindre som vi hade räknat med. Bolaget rapporterade en nettoomsättning på 13,9 MSEK med en EBITDA på -0.2 MSEK. Den största nyheten, som presenterades efter kvartalets utgång, var avtalet med V-Switch i Sydafrika med ett initialt ordervärde på 2,5 MSEK, ett avtal som kan leda till långt större intäkter framöver enligt vår bedömning.

West International: Estimat vs. Utfall				
MSEK	2015 Q1	2016 Q1E	2016 Q1A	Diff %
Nettoomsättning	16,7	15,3	13,9	-9%
COGS	9,5	9,0	8,2	
% försäljning	57%	59%	58%	
Bruttovinst	7,2	6,3	5,8	-8%
non-rec	0,0	0,0	0,0	
SG&A	6,0	6,4	6,0	
% försäljning	36%	42%	43%	
EBITDA	1,2	-0,2	-0,2	n.m.
Just. EBITDA				
EBIT	-0,1	-1,3	-1,1	n.m.
Tillväxt omsättning	117%	-9%	-17%	
Bruttomarginal	43%	41%	42%	
EBITDA-marginal	7%	-1%	-2%	
EBIT-marginal	-1%	-9%	-8%	

Källa: Redeye Research

Att bolaget skulle leverera en nedgång i försäljningen och ett resultat runt noll-strecket hade vi räknat med

Att bolaget skulle leverera en nedgång i försäljningen och ett resultat runt noll-strecket hade vi räknat med. Wests verksamhet påverkas av säsongsvariation samt av leveranser av större affärer. West indikerar också att vi kommer få se ett fortsatt försäljningstapp under andra kvartalet, men att de är alltså trygga med att leverera både tillväxt och god lönsamhet för helåret. Vi vill återigen upprepa att det största värdet i West ligger en bit fram i tiden då den internationella satsningen verkligen börjar bära frukt.

Efter kvartalets utgång genomförde West en spridningsemission som blev övertecknad och tillförde bolaget omkring 12,7 MSEK i expensionskapital. Vidare har West även tecknat ett ramavtal med V-Switch Ltd i Sydafrika gällande en komplett lösning för hantering av kortbetalningar inom vårdsektorn. Det kanske mest intressanta med V-Switch affären är att Wests terminaler kommer vara inkopplade och certifierade av Standard Bank, vilket kan skapa stora följdaffärer. Vi kommer behandla den sydafrikanska marknaden lite närmare i en separat del i denna analys.

På det hela anser vi att West leverera enligt plan. Vi räknar med en tillväxt av försäljningen och förbättrad lönsamhet jämfört med 2015 under 2016, primärt pga. ett starkt andra halvår.

Emission för tillväxt övertecknad

Efter kvartalets utgång meddelade West utfallet av spridningsemissionen. Emissionen blev kraftigt övertecknad och bolaget tillförs cirka 12,7 MSEK efter emissionskostnader. Antalet aktier efter emission uppgår till 22,5 miljoner stycken och är det antalet aktier vi kommer att räkna med i vår värdering.

Emissionen blev kraftigt övertecknad

Som vi tidigare har skrivit anser vi att den offensiv emissionen i West gagnar bolagets aktieägare, då de kan påskynda deras internationella expansion. I övrigt tycker vi det är positivt att bolaget tar in pengar när de kan och inte när de måste, även utan emissionen är den finansiella ställningen mycket god i bolaget.

Kapitalet från emissionen kommer framförallt användas till följande:

- **Tekniska investeringar** – Investeringar för snabbare etablering på nya marknader (internationell expansion), minskat beroende av partners och produktbreddning.
- **Förändring till en mer hyresbaserad affärsmodell** – Allt fler distributörer efterfrågar en hyresmodell istället för köp av kortterminaler. Hyresmodellen kommer leda till en högre bruttomarginal för West och mer återkommande intäkter, men ökar behovet av rörelsekapital.

Sannolikt kommer West nu kunna exekvera sin internationella expansion ännu snabbare, vilket vi anser är klart positivt för det långsiktiga värdet i West.

Stark ökning av både försäljning och värdering framöver

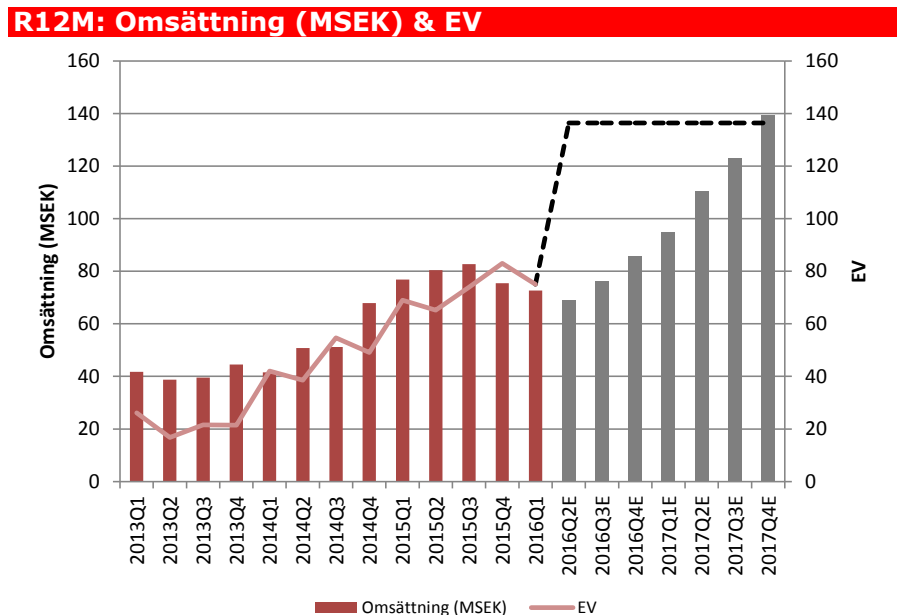
Vi räknar med en kraftig försäljningsökning under slutet av 2016 men framförallt 2017. Följande faktorer anser vi kommer påverka Wests försäljning, marginaler och tillika värdering positivt;

- **Fortsatta framgångar i Sverige.** Det nyligen förlängda partneravtalet med Payzone Nordic talar för en intressant framtid även på den svenska marknaden.
- **Teknikskifte till NFC terminaler.** Skiftet till NFC terminaler kommer ske successivt till 2020, detta kommer innebära att i princip 90 procent av de idag installerade terminalerna i Europa måste bytas. West har ett mycket konkurrenskraftigt erbjudande inom NFC området. Bolagets terminaler var de första som användes för att genomföra en NFC betalning genom det svenska betalsystemet.
- **En fortsatt stigande repetitiv intäktsdel.** Andelen återkommande intäkter kommer öka genom en allt större bas av levererade kortterminaler, detta påverkar både försäljningsnivån och marginaler positivt.
- **Försäljningsökning på den asiatiska marknaden.** Samarbetet med Interblocks är fortfarande i startgroparna och nya leveranser är att vänta. Vidare ser vi det sannolikt att ett flertal nya länder öppnas upp under 2017.
- **Ökad bearbetning av övriga nordiska länder.** West terminaler är nu certifierade i både Norge och Finland. Bolaget har ett distributionsavtal med Kassamagneetti Oy i Finland och samarbetar med Payzone Nordic i Norge. Då försäljning idag är mycket liten på dessa marknader finns det bara en väg att gå; uppåt.
- **Förstärkt samarbete med Jarltech Europe för den tyska marknaden.** I Tyskland är kortanvändandet fortfarande relativt underutvecklat och kommer säkerligen öka kraftigt under de närmaste åren. Wests nuvarande försäljning i Tysklands är försumbar och vi räknar med en allt större närvaro framöver.
- **Försäljningsuppgång i Sydafrika.** Wests terminaler kommer att bli certifierade genom Standard Bank, vilket öppnar upp större delen av den attraktiva sydafrikanska marknaden. Potentialen med ett utökat samarbete med ABSA Bank är även stort.

- **Mot nya marknader.** Wests ambition är att fortsätta certifiera sina terminaler på ett flertal marknader. Vi räknar med att detta arbete fortsätter och vi får se ett flertal nya regioner under 2017 och framåt.

Historiskt har värderingen i West följt omsättningsökningen väldigt nära. När försäljningstillväxten börjar ta fart (eller marknaden börjar diskontera tillväxten) under H2 2016 ser vi sannolikt att värderingen av West också kommer att göra det. I diagrammet nedan ställs försäljningen, på rullande 12 månader, i relation till Enterprise Value av bolaget. Den streckade delen är vår Base-case värdering. Givet att våra antaganden om ökad försäljning på nya marknader materialiseras ser vi mycket god värderingspotential i West från dagens nivåer.

Stark försäljningstillväxt att vänta under H2 2016



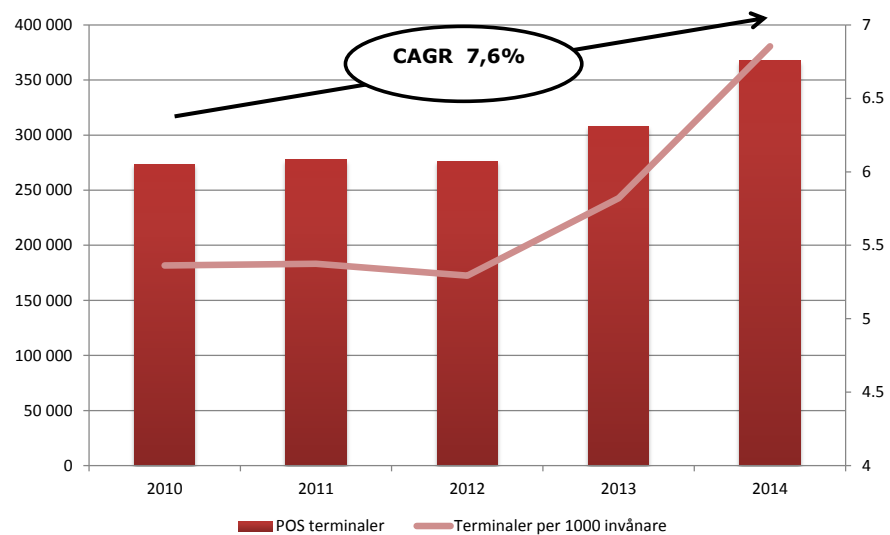
Källa: West International & Redeye Research

Avtal i Sydafrika med stor potential

En stor nyhet som presenterades efter kvartalets utgång är avtalet med V-Switch i Sydafrika. Kontraktet gäller leveranser av en lösning för hantering av kortbetalningar i vårdsektorn. Sydafrika är en högtintressant marknad då basen av kortterminaler förväntas växa kraftigt de närmaste åren, tack vare modernisering av den finansiella infrastrukturen. Sedan 2010 har basen av kortterminaler vuxit i genomsnitt 7,6 procent per år. Starkast tillväxt har skett de senaste åren då antalet terminaler per 1000 invånare ökat från cirka 5,5 till 6,8, ett tydligt tecken på en allt mer mogen finansiell infrastruktur. I de nordiska länderna finns det omkring 20 terminaler per 1000 invånare, sannolikt kommer den sydafrikanska marknaden för kortterminaler fortsätta växa kraftigt de närmaste åren.

Kontraktet gäller leveranser av en lösning för hantering av kortbetalningar i vårdsektorn

Antal terminaler i Sydafrika & terminaler per 1000 invånare



Det fanns 2014 omkring 370 000 aktiva POS-terminaler i Sydafrika

Källa: BIS & Redeye Research

Enligt statistik från BIS fanns det 2014 omkring 370 000 aktiva POS-terminaler i landet. Då Standard Bank idag har en installerad bas på närmare 50 000 terminaler har de en marknadsandel på närmare 14 procent. Sannolikt måste merparten av dessa 50 000 terminaler bytas ut under de närmaste 3-5 åren då tekniken troligen börjar bli förlegad samt ett skifte till NFC krävs.

Mellan 2012-2015 har West sålt ungefär 32 000 terminaler

För en utomstående är det svårt att uppskatta värdet av 50 000 terminaler, vi kan sätta detta i relation till Wests tidigare försäljning: Mellan 2012-2015 har West sålt ungefär 32 000 terminaler, vilket har genererat intäkter i regionen 90-120 MSEK. Alltså kan kontraktet med V-Switch, men framförallt certifieringen genom Standard Bank, leda till en affär som vida överstiger dagens försäljningsnivåer. Skulle hela basen skiftas ut under en femårsperiod är värdet av detta närmare 40 MSEK årligen. Sannolikt finns det fler aktörer som kommer dela på den kakan men potentialen är stor för West. Vi anser att Sydafrika är en väldigt intressant tillväxtmarknad.

Bolaget har nu en mycket stark position genom sin certifiering via Standard Bank och samarbetet med ABSA Bank.

Enligt vår bedömning var den sydafrikanska marknaden för kortterminaler under 2014 värd, för både nyförsäljning och serviceavgift, närmare 686 MSEK. Vi räknar med att marknaden kommer växa med ungefär 8 procent årlig de närmaste åren, drivet av tekniskifte och modernisering av infrastrukturen.

Kortterminalmarknaden Sydafrika	
År	2014
Antal terminaler	367 448
Antal per 1 000 invånare	6.9
Tillväxt antal terminaler (8%)	29 396
Terminaler som byts ut	91 862
Uppskattat marknadsvärde nyförsälj. (MSEK)	424
Marknadsvärde serviceavgift / år	262
Totalt marknadsvärde	686

Källa: BIS, Redeye Research

Vi finner det sannolikt med en försäljningsökning i Sydafrika framöver

I denna analys har vi uppdaterat vår långsiktiga intäktsprognos för kortterminalsförsäljningen. Vi finner det sannolikt med en försäljningsökning i Sydafrika, nu när bolagets terminaler är certifierade med Standard Bank samtidigt som det fortfarande finns en stor potential genom det tidigare samarbetet med ABSA Bank. Vi räknar med att West kommer lyckas ta en allt större del av den sydafrikanska marknaden och nå en marknadsandel runt 7 procent till 2020. Då ABSA samt Standard Bank tillsammans står för runt 30-40 av marknaden som inlösare så finns det god möjlighet för West att nå en stark position som POS leverantör.

Kortterminaler försäljning per region								
MSEK	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e
Sverige	12	23	33	34	38	47	52	57
Marknadsandel %	4%	7%	10%	10%	11%	13%	14%	15%
Övriga Norden	0	0	3	5	11	22	29	35
Marknadsandel %	0%	0%	1%	1%	2%	4%	5%	6%
Sydafrika	6	7	11	16	26	37	50	76
Marknadsandel %	1%	1%	2%	2%	3%	4%	5%	7%
Asien	0	0	0	3	11	17	30	39
Marknadsandel %	0%	0%	0%	1%	2%	3%	5%	6%
Tyskland	0	0	0	6	27	42	58	76
Marknadsandel %	0%	0%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
Kortterminal försälj.	18	30	46	64	113	165	219	283
Övrig försälj.	26	38	29	22	27	37	37	35
Nettoomsättning	44	68	75	86	140	202	257	319
<i>Tillväxt</i>		53%	11%	14%	63%	45%	27%	24%

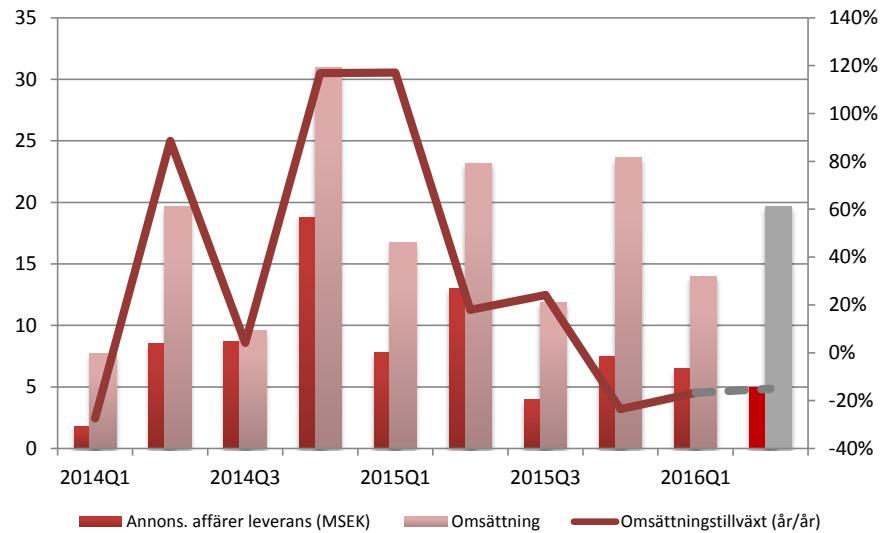
Källa: Redeye Research

Nästkommande kvartal, fortsatt intäktstapp

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. Våra antaganden baseras även på uttalanden från bolaget samt tillväxten för Wests återkommande intäkter.

Annonserade affärer för leverans, omsättning & tillväxt

*Något lägre försäljning
att vänta*



Källa: West International & Redeye Research

*Vi anser att dessa
kvartals fluktuationer är
av mindre vikt*

För det andra kvartalet uppgår de annonserade affärerna till cirka 5 MSEK, en nedgång med -62 procent jämfört med samma period förra året. Utöver dessa större affärer erhåller även West löpande mindre ordar samt serviceintäkter. I Q1 rapporten skriver West att de förväntar sig ett försäljningstapp under Q2 (på årsbasis) men en tillväxt för helåret 2016. Detta innebär att försäljningen under H2 sannolikt kommer bli stark. Som tidigare nämnt anser vi att dessa kvartalsfluktuationer är av mindre vikt då det största värdet i West ligger några år framåt, när försäljningen på de nya marknaderna börjar ta fart på allvar.

Kvartalsestimat - West International

MSEK	2015	2016
	Q2	Q2E
Nettoomsättning	23,2	19,7
Bruttovinst	9,4	8,1
EBITDA	2,7	1,6
EBIT	1,4	0,6
Tillväxt omsättning	201%	-15%
Bruttomarginal	41%	41%
EBITDA-marginal	12%	8%
EBIT-marginal	6%	3%

Prognos på 19,7 MSEK i nettoomsättning under Q1

Källa: Redeye Research

För nästa kvartal räknar vi med en omsättning på omkring 19,7 MSEK, vilket motsvarar ett omsättningstapp på cirka -15 procent.

Bruttomarginalen förväntas ligga runt 41 procent, något under Q1 då fler leveranser sker inom Självbetjäning. Övriga omkostnader anser vi kommer ligga strax över nivån under första kvartalet. Dessa antaganden genererar en EBITDA på 1,6 MSEK med EBIT på 0,6 MSEK.

Störst justeringar på längre sikt

I samband med denna analys har vi justerat både våra kortsiktiga samt långsiktiga estimat för West. Största förändringen gör vi på lite längre sikt då vi ser en mycket god potential i Sydafrika efter Standard Bank certifieringen. I tabellen nedan sammanfattas våra estimatförändringar jämfört med föregående analysuppdatering.

Estimatförändringar

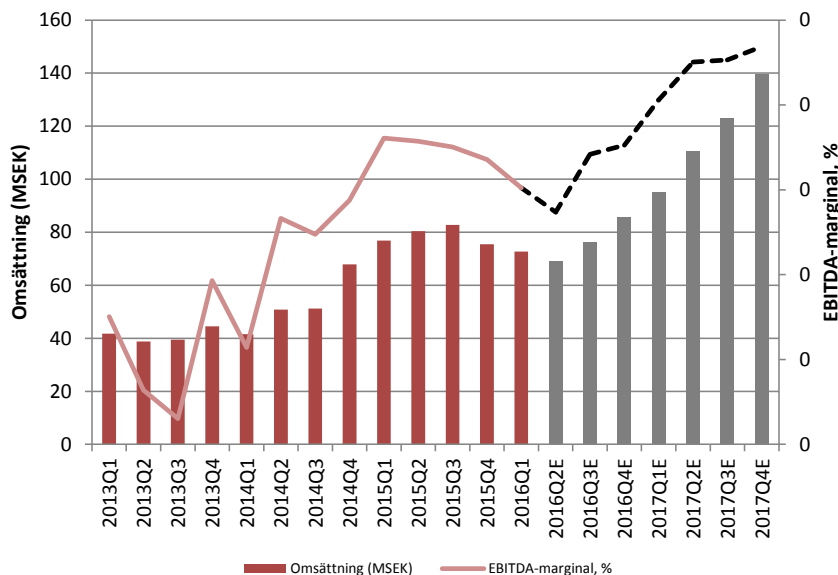
MSEK	2016E	2017E	2018E
Omsättning			
Gammal	96	152	196
Ny	86	140	202
% förändring	-11%	-8%	3%
EBITDA			
Gammal	8	18	24
<i>marginal</i>	8.3%	11.8%	12.2%
Ny	7	19	28
<i>marginal</i>	7.6%	13.4%	14.0%
% förändring	-18%	4%	18%
EBIT			
Gammal	3	16	19
<i>marginal</i>	3.1%	10.5%	9.7%
Ny	3	14	21
<i>marginal</i>	3.2%	10.1%	10.5%
% förändring	-8%	-12%	11%

Störst förändringar gör vi i våra prognoser för åren 2019 och framåt

Source Redeye Research

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

Vi räknar med att den ökade försäljningen av kortterminaler kommer fortsätta att lyfta bolagets marginaler

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


Källa: West International & Redeye Research

I nedanstående tabell illustreras våra långsiktiga estimat för West. Vi räknar med att den starkaste tillväxten kommer ske under H2 2016 och framåt. Vi bedömer att de nya affärerna i Sydafrika kan komma att börja generera ökade intäkter från andra halvåret 2017.

West International resultaträkning
Base-case

MSEK	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Försäljning	44	68	75	86	140	202
COGS	-26	-39	-44	-50	-81	-115
Bruttovinst	19	28	31	35	58	87
SG&A	-19	-25	-26	-29	-40	-59
EBITDA	0	3	5	7	19	28
D&A	-5	-5	-4	-4	-6	-7
EBIT	-5	-2	1	3	13	21
Finans Net	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-5	-3	1	2	13	21
Skatt	1	1	0	0	0	-2
Nettovinst	-4	-2	0	3	13	19

Tillväxt, marginaler och värde drivare

Försäljningstillväxt		53%	11%	14%	63%	45%
Bruttomarginal	42%	42%	41%	41%	42%	43%
EBITDA marginal	0%	4%	7%	8%	13%	14%
EBIT marginal	-12%	-3%	1%	3%	9%	10%
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 höjs vårt motiverade värde per aktie till 6,1 (5,5) SEK per aktie, trots den utspädning som emissionen medför. Eftersom emissionen har vi höjt vår rating för den finansiella styrkan till 4 (3), vilket leder till en sänkt WACC. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 20 procent mellan åren 2015-2024 och en genomsnittlig EBIT-marginal på 13 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 51 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)	13%	Nuvärde av FCF	71
		Nuvärde av Terminal Value	66
Mognadsfasen			
Terminaltillväxt av FCF	4.0%	EV	137
Terminal EBIT-marginal	18%	Nettokassa	1
		Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigering	0
		DCF-värde	138
		Motiverat värde per aktie	6.1
		Dagens aktiekurs	4.0
		Potential/Risk	52%

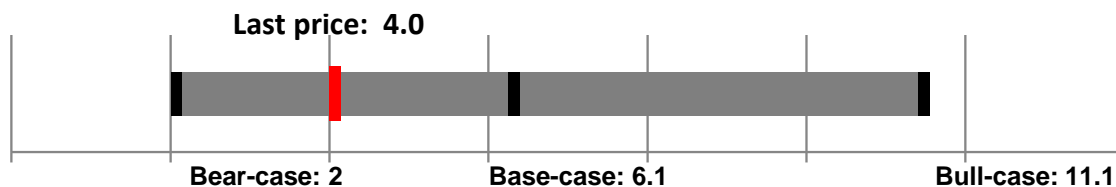
Källa: Redeye Research

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

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 11,1 SEK per aktie, 177 procent potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 2,0 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om -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 2,0 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 11,1 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.

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	61 356	63 717	2.8x	2.6x	13.2x	11.7x	9%	10%	22%	22%
VeriFone	24 466	31 166	1.7x	1.6x	9.3x	8.5x	4%	6%	19%	19%
Cardtronics	14 996	19 173	1.8x	1.8x	7.6x	7.6x	2%	-1%	24%	24%
Pax	5 537	7 862	2.2x	1.9x	11.3x	9.7x	15%	15%	19%	20%
StrongPoint	560	501	0.5x	0.5x	7.8x	7.6x	-17%	-6%	6%	7%
Medel	21 383	24 484	1.8x	1.7x	9.8x	9.0x	3%	5%	18%	18%
Median	14 996	19 173	1.8x	1.8x	9.3x	8.5x	4%	6%	19%	20%
West International	75	73	0.9x	0.5x	11.2x	3.9x	14%	63%	8%	13%

Källa: Bloomberg & Redeye Research

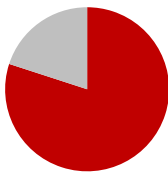
Sammanfattning Redeye Rating

Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2p. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng.

Ratingförändringar i denna rapport:

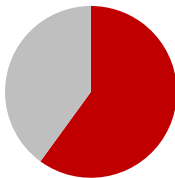
Efter spridningsemissionen har vi höjt vår rating för finansiell styrka till 4 (3)

Ledning 8,0p



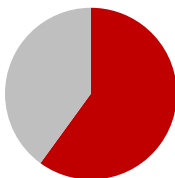
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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

Ägarskap 6,0p



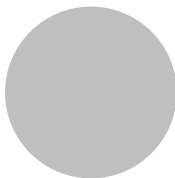
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 37 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt fokus. Vi skulle självklart gärna se institutioner som ägare men är medvetna om att ett bolag av West:s storlek sällan får den typen av ägare.

Vinstutsikter 6,0p



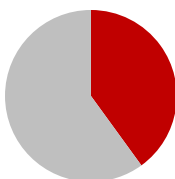
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt stor jämfört med Verifone och Ingencio. Vi har identifierat två olika typer av uthålliga konkurrensfördelar som skyddar bolaget. Dels regulatoriska hinder som stoppar nya aktörer att ta sig in på marknaden samt inlåsnings effekter hos 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 nyckeltal 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	140	202
Summa rörelsekostnader	-65	-70	-79	-122	-174
EBITDA	3	5	7	18	28
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-4	-4	-5	-6
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-2	1	3	13	21
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-3	1	3	13	21
Skatt	1	0	0	0	-2
Nettoreultat	-2	0	3	13	19
Balansräkning	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	6	1	10	12	12
Kundfordringar	19	10	15	27	42
Lager	9	10	14	25	36
Andra fordringar	2	3	3	6	8
Summa omsättn.	37	23	43	69	99
<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	9	13
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	5	7	8	11	15
Uppsk. skatteford.	5	5	5	5	5
Summa tillgångar	47	35	56	84	118
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	20	12	15	28	40
Kortfristiga skulder	1	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	5	3	3	6	8
Summa kort. skuld	26	15	19	33	49
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	33	49
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	1	1	1	1
Eget kapital	21	21	37	50	69
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	21	21	37	50	69
Summa skulder och E. Kap.	47	37	56	84	118
Fritt kassaflöde	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Omsättning	68	75	86	140	202
Sum rörelsekost.	-65	-70	-79	-122	-174
Avskrivningar	-5	-4	-4	-5	-7
EBIT	-2	1	3	13	21
Skatt på EBIT	0	0	0	0	-2
NOPLAT	-2	1	3	13	19
Avskrivningar	5	4	4	5	7
Bruttokassaflöde	3	5	7	18	26
Föränd. i rörelsekap	-2	-2	-6	-10	-15
Investeringar	-2	-6	-6	-7	-11
Fritt kassaflöde	0	-2	-5	1	0
Kapitalstruktur	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Soliditet	44%	57%	65%	59%	58%
Skuldsättningsgrad	3%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-6	-1	-10	-12	-12
Sysselsatt kapital	15	20	26	38	57
Kapit. oms. hastighet	1.4	2.2	1.5	1.7	1.7
Tillväxt	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Försäljningstillväxt	53%	11%	14%	63%	45%
VPA-tillväxt (just)	0%	-124%	463%	317%	44%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	13,9 %	NPV FCF (2016-2018)	8
		NPV FCF (2019-2025)	63
		NPV FCF (2026-)	66
		Rörelsefrämmande tillgångar	1
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	138

Antaganden 2016-2022		Motiverat värde per aktie, SEK	
Genomsn. förs. tillv.	29,2 %		6,1
FRIT-marginal	11,4 %	Börskurs SFK	4,0

Lönsamhet	2014	2015	2016E	2017E	2018E
ROE	-11%	2%	11%	31%	32%
ROCE	-11%	4%	10%	31%	36%
ROIC	-10%	4%	15%	51%	50%
EBITDA-marginal	4%	7%	8%	13%	14%
EBIT-marginal	-3%	1%	3%	9%	10%
Netto-marginal	-3%	1%	4%	10%	9%

Data per aktie	2014	2015	2016E	2017E	2018E
VPA	-0,11	0,03	0,14	0,59	0,85
VPA just	-0,11	0,03	0,14	0,59	0,85
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-0,30	-0,04	-0,46	-0,51	-0,54
Antal aktier	18,78	18,90	22,62	22,62	22,62

Värdering	2014	2015	2016E	2017E	2018E
Enterprise Value	49,7	65,0	79,3	78,1	77,7
P/E	-28,0	139,9	28,3	6,8	4,7
P/S	0,8	0,9	1,1	0,6	0,4
EV/S	0,7	0,9	0,9	0,6	0,4
EV/EBITDA	16,7	12,7	12,1	4,3	2,7
EV/EBIT	-23,2	77,8	28,9	5,9	3,7
P/BV	2,7	3,1	2,5	1,8	1,3

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	14/16e
1 mån	2,3 %	Omsättning	12,4 %
3 mån	9,0 %	Rörelseresultat, just	◆
12 mån	15,7 %	V/A, just	◆
Årets Början	-15,8 %	EK	33,0 %

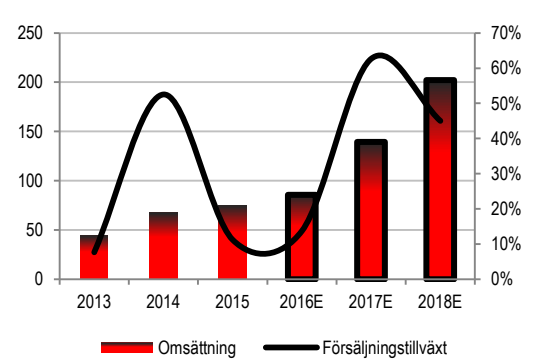
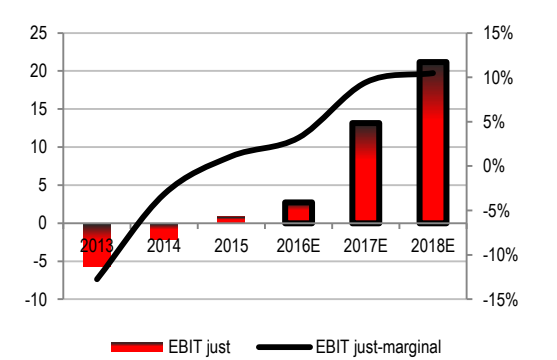
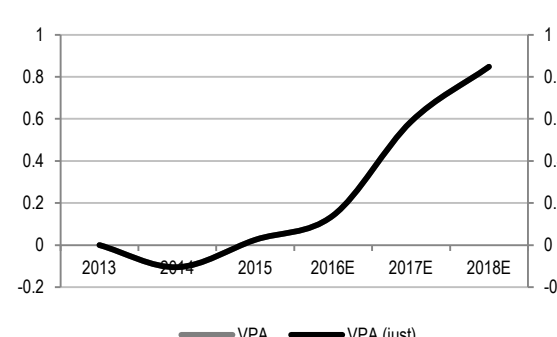
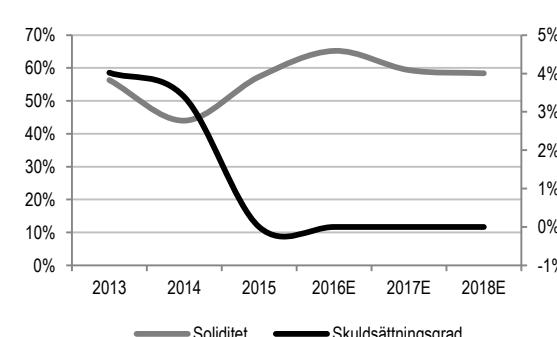
Aktiestructur %	Röster	Kapital
NORDNET PENSIONSFÖRSÄKRING AB	20,0 %	16,6 %
FAMILJEN ROGGENTIN MED BOLAG	9,7 %	8,5 %
AVANZA PENSION	8,9 %	5,3 %
JÖRGEN NORDLUND (PRIVAT OCH MED BOLAG)	6,3 %	5,0 %
GÖRAN SPARRDAL	5,7 %	4,8 %
ELEMENTA	5,1 %	4,3 %
STEN KARLSSON (PRIVAT, FAMILJ. BOLAG)	3,7 %	4,1 %
ROGER ANDERSSON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

Aktien	
Reuterskod	
Lista	
Kurs, SEK	4,0
Antal aktier, milj	22,5
Börsvärde, MSEK	89,8

Bolagsledning & styrelse	
VD	Sten Karlsson
CFO	Per Ersson
IR	
Ordf	Tomas Rudenstam

Nästkommande rapportdatum

Analytiker	Redeye AB
Kristoffer Lindström	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
kristoffer.lindstrom@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 <p>Legend: Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)</p>	 <p>Legend: EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 <p>Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)</p>	 <p>Legend: Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)</p>
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

Redeyes 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 Redeyes 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 Redeyes analysbevakning

Redeyes 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 Redeyes 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 (2016-06-09)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	42	42	19	7	17
3,5p - 7,0p	69	61	91	35	44
0,0p - 3,0p	5	13	6	74	55
Antal bolag	116	116	116	116	116

*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.