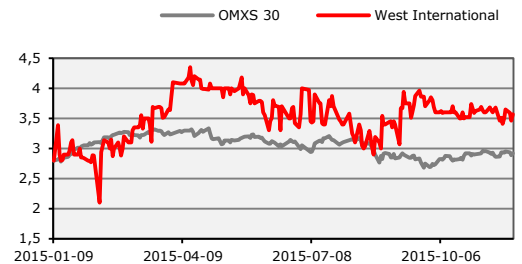


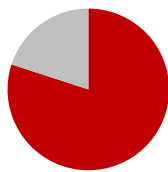
Sammanfattning
West International (WINT.ST)
Potential åttafaldigad!

- Wests rapport för det tredje kvartalet var något starkare än vi hade förväntat oss. Omsättningen uppgick till 11,9 MSEK (tillväxt 24 procent) och EBITDA-resultatet landade på -1,4 MSEK (förväntad -1,9 MSEK). Den stora nyheten var att bolaget i närtid kommer att lansera sina terminaler på två nya marknader; Tyskland och Finland.
- Under en kort tidsperiod har West lanserat/certifierat sina terminaler för Tyskland, Finland, Norge, Sri Lanka, Filippinerna, Kambodja, Myanmar och Bahrain. Wests potentiella marknad (på årsbasis) har genom denna geografiska expansion vuxit från omkring 320 till ca 2 400 MSEK (åttafaldigats). Vi har höjt våra långsiktiga tillväxttestimat då utrullningen på nya marknader sker snabbare än vad vi tidigare har estimerat.
- Vårt motiverade värde, i Base-case, höjs till 5,5 (3,9) SEK per aktie. Vi finner att marknaden ännu inte prisat in den fina tillväxtresa (har alla missat Tyskland nyheten?) som West har framför sig och finner aktien som klart attraktivt värderad med ca 60 procent potential till Base-case.

Lista: 68 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Tomas Rudenstam
 Styrelseordf:

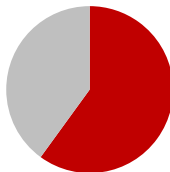

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



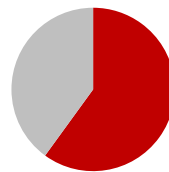
8,0 poäng

Ägarskap



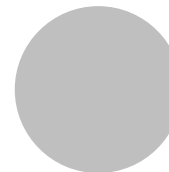
6,0 poäng

Vinstutsikter



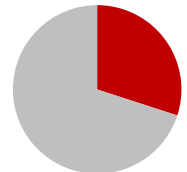
6,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



3,0 poäng

Nyckeltal

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	Fakta	
Omsättning, MSEK	44	68	75	94	151	Aktiekurs (SEK)	3,6
Tillväxt	8%	53%	10%	26%	60%	Antal aktier (milj)	18,8
EBITDA	-1	3	5	8	17	Börsvärde (MSEK)	68
EBITDA-marginal	Neg	4%	7%	8%	11%	Nettoskuld (MSEK)	-3
EBIT	-6	-2	0	3	14	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	0%	4%	9%	Dagl oms. ('000)	100
Resultat före skatt	-6	-3	0	3	14		
Nettoresultat	-5	-2	0	3	14		
Nettomarginal	Neg	Neg	0%	4%	9%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
VPA	0,00	-0,11	0,00	0,17	0,73		
P/E	0,0	Neg	1193,9	20,7	5,0		
EV/S	0,0	0,7	0,9	0,7	0,4		
EV/EBITDA	0,9	16,7	11,7	9,1	3,5		

Analytiker:
 Kristoffer Lindström
 kristoffer.lindstrom@redeye.se

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeye Rating är att hjälpa investerare att identifiera bolag med en hög kvalitet och attraktiv värdering.

Company Qualities

Avsikten med Company Qualities är att den ska ge en strukturerad och god bild av ett bolags kvalitet (eller verksamhetsrisk) – dess chans att överleva och förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt.

Vi klassificerar bolagets kvalitet utifrån en tiogradig skala baserad på fem värderingsnycklar; 1 – Ledning (Management), 2 – Ägarskap (Ownership), 3 – Vinstutsikter (Growth Outlook), 4 – Lönsamhet (Profitability) och 5 – Finansiell styrka (Financial Strength).

Varje värderingsnyckel utvärderas utifrån ett antal kvantitativa och kvalitativa nyckelfrågor som viktas olika utifrån hur viktiga de anses vara. Varje nyckelfråga tilldelas ett antal poäng utifrån sitt betyg. Det är det sammanlagda antalet poäng från de enskilda frågorna som ligger till grund för bedömningen av varje värderingsnyckel. Betygsskalan sträcker sig från 0 till +10 poäng.

Det sammanlagda betyget för varje värderingsnyckel visualiseras genom storleken på dess stapelkropp. Den relativa storleken mellan staplarna beror därmed på betygsfördelningen mellan de olika värderingsnycklarna.

Ledning

Vår rating av Ledning representerar en bedömning av styrelsens och ledningens förmåga att förvalta bolaget med aktieägarnas bästa för sina ögon. En duktig styrelse och ledning kan göra en medioker affärsidé lönsam, och en dålig kan försätta till och med ett starkt bolag i kris. De faktorer som utgör bedömningen av Ledning är; 1 – Exekvering, 2 – Kapitalallokering, 3 – Kommunikation, 4 – Erfarenhet, 5 – Ledarskap, och 6 – Integritet.

Ägarskap

Vår rating av Ägarskap representerar en bedömning av utövat ägarskap för ett mer långsiktigt värdeskapande. Ägarengagemang och kompetens är avgörande för bolagets stabilitet och för styrelsens handlingskraft. Bolag som har spridd ägarstruktur utan tydlig huvudägare har historiskt sett gått betydligt sämre än börsens index över tiden. De faktorer som utgör bedömningen av Ägarskap är; 1 – Ägarstruktur, 2 – Ägarengagemang, 3 – Institutionellt ägande, 4 – Maktmissbruk, 5 – Renommé, och 6 – Finansiell uthållighet.

Vinstutsikter

Vår rating av Vinstutsikter representerar en bedömning av bolagets förutsättningar att uppnå långsiktigt stabil vinststillväxt. På lång sikt följer aktiekursen ungefär bolagets resultatutveckling. Ett bolag som inte växer kan vara en god kortsiktig placering, men är det sällan på lång sikt. De faktorer som utgör bedömningen av Vinstutsikter är; 1 – Affärsmodell, 2 – Försäljningspotential, 3 – Marknadstillväxt, 4 – Marknadsposition, och 5 – Konkurrenskraft.

Lönsamhet

Vår rating av Lönsamhet representerar en bedömning av hur effektivt bolaget historiskt har utnyttjat sitt kapital för att skapa vinst. Bolag kan inte överleva om de inte är lönsamma. Bedömningen av hur lönsamt ett bolag varit baseras på ett antal nyckeltal och kriterier under en period på upp till fem år tillbaka i tiden; 1 – Avkastning på totalt kapital (Return on total assets; ROA), 2 – Avkastning på eget kapital (Return on equity; ROE), 3 – Nettomarginal (Net profit margin), 4 – Fritt kassaflöde, och 5 – Rörelseresultat (Operating profit margin, EBIT).

Finansiell styrka

Vår rating av Finansiell styrka representerar en bedömning av bolagets betalningsförmåga på kort och lång sikt. Basen i ett bolags finansiella styrka är balansräkningen och dess kassaflöden. Om inte balansräkningen klarar av att finansiera tillväxten är inte ens den bästa potentialen till någon nytta. Bedömningen av ett bolags finansiella styrka baseras på ett antal nyckeltal och kriterier; 1 – Räntetäckningsgrad (Times-interest-coverage ratio), 2 – Skuldsättningsgrad (Debt-to-equity ratio), 3 – Kassalikviditet (Quick ratio), 4 – Balanslikviditet (Current ratio), 5 – Omsättningsstorlek, 6 – Kapitalbehov, 7 – Konjunkturkänslighet, och 8 – Kommande binära händelser.

Öppnar nya marknader

Resultatmässigt bjöd inte Wests rapport för det tredje kvartalet på några större överraskningar. Rapporten var något starkare än vi hade väntat oss men i absoluta tal var avvikelserna små. I rapporten meddelade bolaget att de kommer lansera sina terminaler i närtid på både den tyska- och finska marknaden. Vi är klart positiva till den takt som West expanderar till nya marknader och som en följd av detta höjer vi våra långsiktiga tillväxtestimat för bolaget.

Fortsatt god utveckling

West rapporterade en försäljning på 11,9 MSEK (prognos 10,1) och ett EBITDA-resultat på -1,4 (förväntad -1,9). Försäljningstillväxten uppgick till 24 procent, sannolikt primärt driven av ökade serviceintäkter.

West International: Estimat vs. Utfall				
MSEK	2014 Q3	2015 Q3E	2015 Q3A	Diff %
Nettoomsättning	9,6	10,1	11,9	17%
COGS	5,7	6,0	6,8	
% försäljning	59%	59%	58%	
Bruttovinst non-rec	3,9	4,2	5,0	21%
SG&A	0,0	0,0	0,4	
% försäljning	5,2	6,1	6,5	
EBITDA	54%	60%	54%	
EBITDA	-1,3	-1,9	-1,4	n.m
Just. EBITDA			-1,0	
EBIT	-2,6	-3,2	-2,3	
Tillväxt omsättning	4%	6%	24%	
Bruttomarginal	41%	41%	42%	
EBITDA-marginal	-14%	-19%	-12%	
EBIT-marginal	-27%	-32%	-20%	
Just. Bruttomarginal			41%	
Just. EBITDA-marginal			-9%	
Just. EBIT-marginal			-23%	

Försäljningstillväxten uppgick till 24 procent, sannolikt primärt driven av ökade serviceintäkter

Källa: Redeye Research

Den rapporterade försäljningen och resultatet var något högre än vad vi hade räknat med men avvikelser i absoluta tal var ändå relativt liten. Under kvartalet har resultatet påverkats av valutakursvinster på 0,2 MSEK och personalkostnader av engångskaraktär på 0,6 MSEK. Korrigerat för dessa uppgick den justerade bruttomarginalen till starka 41 procent (som vår prognos) samt EBITDA-resultat på -1 MSEK, något över våra estimat. Tillväxten under kvartalet var lägre än de senaste kvartalen men uppgick ändå till 24 procent.

Som tidigare skrivet var den största nyheten i rapporten, enligt oss, att bolaget snart kommer att lansera sina terminallösningar på två ytterligare

Lansering i både
Tyskland och Finland i
närtd!

marknader; Finland och Tyskland. Vi hade räknat med Finland men för oss (och marknaden?) vara det en positiv överraskning att en lansering i Tyskland också kommer ske i närtd.

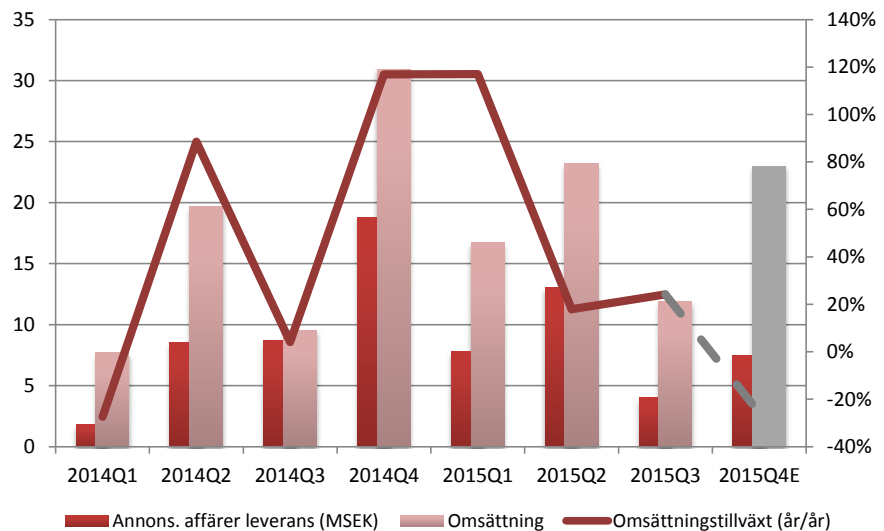
West har under en kort period öppnat upp ett antal nya marknader: Tyskland, Norge, Finland Sri Lanka, Filippinerna, Kambodja, Myanmar och Bahrain. I denna analys kommer vi lägga extra fokus på dessa nya marknader för att uppskatta deras storlek.

I väntan på den geografiska expansionen.

I vår omsättningsprognos använder vi hittills annonserade affärer med leverans under kvartalet och jämför dessa med samma kvartal året innan.

Annonserade affärer för leverans, omsättning & tillväxt

Något lägre försäljning
att vänta



Källa: West International & Redeye Research

Q4 2014 var ett väldigt starkt kvartal med en omsättning som uppgick till hela 31 MSEK med merparten av försäljningen inom Kortterminaler. För nästkommande kvartal ligger de annonserade affärerna omkring 60 procent lägre än samma period föregående år, detta medför att vi räknar med ett litet försäljningstapp för nästa kvartal. Vi tar detta med ro då det största värdet i West ligger några år framåt, när försäljningen på de nya marknaderna på riktigt börjar ta fart.

Kvartalsestimat - West International

MSEK	2014	2015
	Q4	Q4E
Nettoomsättning	30,9	23,0
Bruttovinst	13,1	9,6
EBITDA	3,7	2,4
EBIT	-1,0	1,1
Netto resultat	2,9	1,0
Tillväxt omsättning	116,9%	-25,8%
Bruttomarginal	42,5%	42,0%
EBITDA-marginal	12,0%	10,5%
EBIT-marginal	-3,3%	4,7%

Prognos på en EBITDA om 2,4 MSEK under Q4

Källa: Redeye Research

För nästa kvartal räknar vi med en omsättning på omkring 23 MSEK, vilket motsvarar ett omsättningstapp på cirka 25 procent (primärt på grund av lägre antal annonserade affärer). Vi estimerar att bruttomarginalen kommer ligga runt 42 procent, i linje med tidigare kvartal. I och med den ökade omsättningen kommer sannolikt personalkostnaderna vara högre än under Q3 men övriga kostnader borde ligga på ungefär samma nivå. Dessa antaganden genererar en estimerad EBITDA som uppgår till 2,4 MSEK, vilket motsvarar en marginal på omkring 10,5 procent.

Nya marknader nya möjligheter

Vi ser det som positivt att West fortsätter att utvecklas väl finansiellt i det korta perspektivet. Den stora potentialen i West ligger dock några år framåt. Bolaget har under en treårsperiod lyckats med att ta en marknadsandel av nyförsäljningen i Sverige på, enligt våra estimat, 12-15 procent. Enligt oss är denna snabba ökning en bekräftelse på bolagets konkurrenskraftiga erbjudande. Vår bedömning är att marknaden i Sverige är värd ungefär 320 MSEK på årsbasis. Värdet består dels av tillväxten av terminaler, utbyte av gamla terminaler samt den serviceavgift bolagen kan erhålla. Sverige har cirka 23 terminaler per tusen invånare. Mättnadsgraden är stor och sannolikt kommer inte antalet terminaler i drift växa så mycket framöver, vi räknar en tillväxt i höjd med BNP tillväxten.

Sverige är värd närmare 320 MSEK på årsbasis

Kortterminalmarknaden Sverige		2014
Kontanter andel av BNP (%)		2,3%
Antal kortterminaler		214 709
Antal per 1 000 invånare		23
Tillväxt antal terminaler		6 441
Terminaler som byts ut		42 942
Uppskattat marknadsvärde nyförsälj. (MSEK)		173
Marknadsvärde serviceavgift / år		146
Totalt marknadsvärde		319

Källa: Redeye Research, BIS & Riksbanken

*Flera nya marknader
under en kort tidsperiod*

Tidigare var West primärt inriktad på Sverige och hade en mindre försäljning till ABSA Bank i Sydafrika. Vad bolaget nu har lyckats med är att hitta partners samt certifierat deras terminaler på ett flertal nya marknader. Försäljningen av terminaler sker alltså genom en partner/kund som i sin tur har försäljning mot butiker. Detta medför att West inte behöver en stor säljkår för varje land utan kan fokusera på nyckelkunder. Vidare sker servicen av terminalerna centralt genom en "cloud applikation" så en ökad installerad bas av terminaler leder ändå inte till ett stort behov av att anställa tekniker, denna affärsmodell är styrkan i West och nyckeln till varför en geografisk expansion kommer vara väldigt lönsam.

Asien – under stor tillväxt

I september meddelade West att de har slutit ett avtal med Interblocks Ltd för leveranser av kortterminaler till ett flertal asiatiska marknader. En pilotorder värd 5 MSEK med levereras under Q4 2015 och Q1 2016. Wests terminaler kommer initialt att säljas i Sri Lanka, Filippinerna, Kambodja, Myanmar och Bahrain. Interblocks är även verksamma i flera asiatiska tillväxtmarknader så det är inte osannolikt att en lansering även kommer kunna ske på fler marknader framöver.

*Asien en klar
tillväxtregion*

De asiatiska länderna är relativt omogna, sett till den finansiella infrastrukturen. Enligt siffror vi har tagit del utav finns det omkring 1-2 terminaler per tusen invånare i länder som West kommer att leverera terminaler till. Sannolikheten att antalet terminaler per invånare kommer öka kraftigt i flera år framåt ser vi som hög.

I Sri Lanka, Filippinerna, Kambodja, Myanmar och Bahrain bor det närmare 180 miljoner människor. Om vi räknar med att det finns omkring 1,5 terminaler per tusen invånare och att dessa växer med drygt 8 procent per år ser vi det sannolikt att marknaden i dessa asiatiska länder är värd ungefär 450 MSEK på årsbasis.

Nuvarande asiatiska marknader	
	2014
Antal invånare (miljoner)	178
Antal kortterminaler	267 600
Antal per 1 000 invånare	1,5
Tillväxt antal terminaler (8%)	21 408
Terminaler som byts ut	53 520
Uppskattat marknadsvärde nyförsälj. (MSEK)	262
Marknadsvärde serviceavgift / år	191
Totalt marknadsvärde	453

Källa: Redeye Research, BIS & Riksbanken

Finland och Norge – att räkna med!

Att West skulle lansera sina terminaler på både den finska och norska marknaden var något vi hade räknat med i våra estimat. Lanseringen i Norge annonserades i början av november och Finland i samband med Q3 rapporten.

Wests kortterminallösning har erhållit godkännande och certifiering av det norska debetkorter BankAxept. Tillsammans med Payzone Nordic lanseras terminalerna i Norge, första slutkunden är Skistar som redan använder terminalerna på sina anläggningar i Trysil.

Skistar använder redan terminalerna på sina anläggningar i Trysil

Enligt statistik från Riksbanken finns det omkring 130 000 stycken betalterminaler i Norge, detta motsvarar 26 stycken per tusen invånare. Norge är likt de andra nordiska marknaderna klart mogen och största värdet ligger i de terminaler som byts ut. Vi räknar med en långsiktig tillväxt på runt 3 procent av terminalbasen. Vi uppskattar att den norska marknaden är värd omkring 200 MSEK per år.

Kortterminalmarknaden Norge	
	2014
Konter andel av BNP (%)	2,35%
Antal kortterminaler	132 184
Antal per 1 000 invånare	26
Tillväxt antal terminaler (3%)	3 966
Terminaler som byts ut	26 437
Uppskattat marknadsvärde nyförsälj. (MSEK)	106
Marknadsvärde serviceavgift / år	90
Totalt marknadsvärde	196

Källa: Riksbanken & Redeye Research

West kommer även i närtid lansera sina terminaler på den finska marknaden. I Finland finns det uppskattningsvis 200 000 terminaler i drift, detta motsvarar 38 terminaler per tusen invånare. Vi räknar med en något långsammare tillväxt av terminalbasen i Finland och uppskattar att marknaden är värd närmare 300 MSEK på årsbasis.

Finland är värd närmare 300 MSEK per år

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

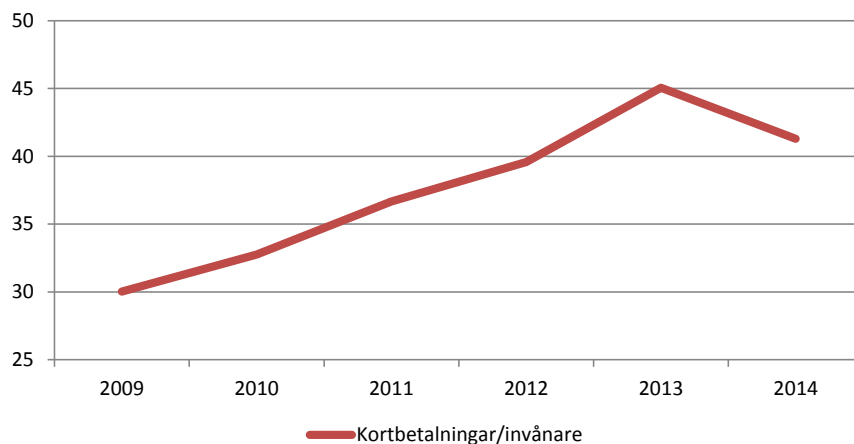
Källa: Riksbanken & Redeye Research

Tyskland – ett I-land med tillväxt

Störst överraskning för oss (och marknaden?) är att West snart kommer lansera sina terminaler på den tyska marknaden. I Tyskland finns det enligt Bank for International Settlements (BIS) omkring 770 000 terminaler i drift, detta motsvarar 9,5 stycken per tusen invånare. I kontrast till de nordiska marknaderna är Tyskland relativt omogen vad det gäller kortanvändning och den finansiella infrastrukturens utbredning.

I Tyskland används fortfarande relativt mycket kontanter

Kortbetalningar per invånare i Tyskland



Källa: BIS, Redeye Research

I Tyskland används fortfarande relativt mycket kontanter men likt de flesta andra länderna i världen används kort allt oftare och kontanterna i samhället minskar. 2009 gjordes det omkring 30 kortköp per invånare under 2014 låg denna siffra strax över 40 stycken. Vi räknar Tyskland som ett tillväxtland, vad det gäller uppgradering av landets finansiella infrastruktur, och ser det som sannolikt att en ökad kortanvändning även kommer leda till en större bas av kortterminaler i landet. Långsiktigt (10 år?) borde antalet terminaler per tusen invånare närma sig 20, likt de nordiska länderna. Vi uppskattar att marknaden i Tyskland är värd ca 1 200 MSEK på årsbasis.

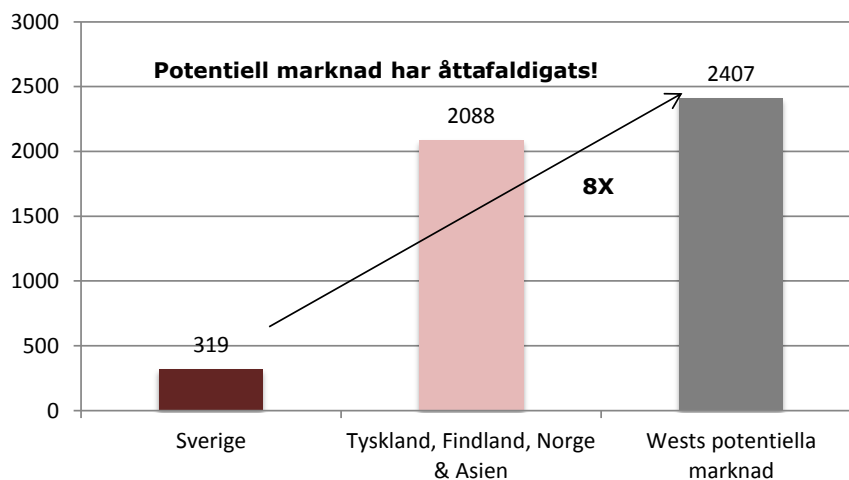
Kortterminalmarknaden Tyskland

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

Källa: BIS, Redeye Research

Stor ökning av den potentiella marknaden

Wests potentiella marknad



Källa: Redeye Research

I och med lanseringen på de nya geografiska marknaderna har Wests potentiella marknad under en kort period vuxit från ungefär 320 MSEK till totalt 2 407 (och då har vi inte räknat med Sydafrika) MSEK. Frågan är ju självklart hur stor del av dessa nya marknader som West kan lyckas att ta (vi gör konservativa antaganden), men efter bolagets framgång i en så pass svår marknad som Sverige finns det en god potential enligt oss. Viktigt är även att lanseringen sker tillsammans med en etablerad partner, likt i Norge, för att snabbast marknadspenetration skall ske.

Marknaden har
åttafaldigats

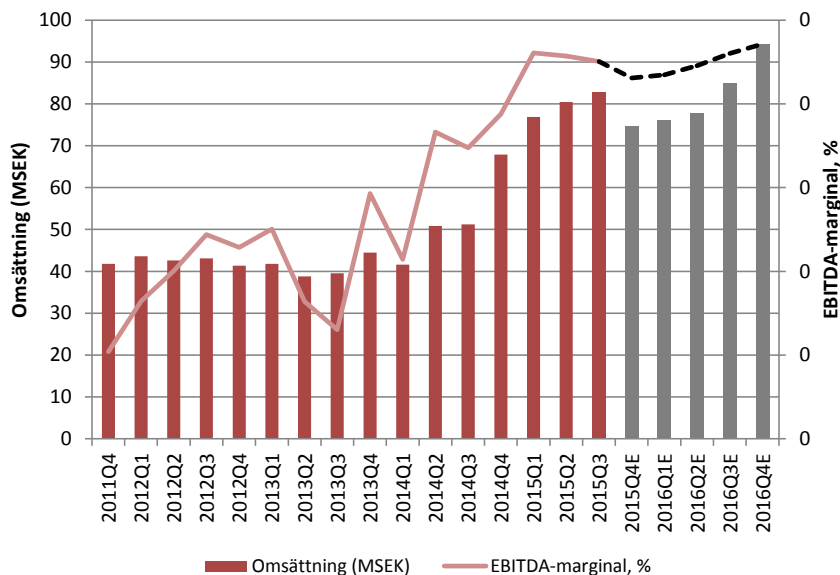
Kortterminaler försäljning per region

MSEK	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Sverige	12	23	36	41	49	57
Marknadsandel %	4%	7%	11%	12%	14%	16%
Övriga Norden	0	0	3	10	19	28
Marknadsandel %	0%	0%	1%	2%	4%	5%
Sydafrika	5	10	11	12	13	14
Asien	0	0	0	5	13	17
Marknadsandel %	0%	0%	0%	1%	3%	3%
Tyskland	0	0	0	6	27	42
Marknadsandel %	0%	0%	0%	1%	2%	3%
Total	18	33	49	75	121	159
Tillväxt		84%	51%	51%	63%	31%

Källa: Redeye Research

Vi bygger vår prognos för försäljningen inom Kortterminaler enligt följande antagande om marknadspenetration. I vår prognos räknar vi med att försäljningstillväxten börjar ta fart på allvar från och med H2 2016.

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

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


Källa: West International & Redeye Research

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

West International resultaträkning
Base-case

MSEK	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Försäljning	44	68	75	94	151	196
COGS	-26	-39	-43	-56	-86	-110
Bruttovinst	19	28	31	38	65	86
SG&A	-19	-25	-26	-30	-48	-63
EBITDA	0	3	5	8	17	24
D&A	-5	-5	-5	-5	-3	-5
EBIT	-5	-2	-1	3	14	19
Finans Net	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-5	-3	-1	3	14	19
Skatt	1	1	0	0	0	-2
Nettovinst	-4	-2	-1	3	14	17

Tillväxt, marginaler och värde drivare

Försäljningstillväxt		53%	10%	26%	60%	30%
Bruttomarginal	42%	42%	42%	41%	43%	44%
EBITDA marginal	0%	4%	7%	9%	11%	12%
EBIT marginal	-12%	-3%	-1%	4%	9%	10%
CAPEX	4	2	5	6	8	11
NWC	4	6	7	10	12	16
ROIC	-31%	-10%	0%	20%	66%	59%

Källa: Redeye Research & West International

Vi höjer våra prognoser

I enlighet med tidigare diskussion höjer vi vår tillväxtprognos, primärt under H2 2016, 2017 och framåt. I tabellen nedan syns det att vi har justerat upp vårt estimat under 2017 relativt kraftigt då vi finner det sannolikt att den geografiska expansionen då kommer få rejält avtryck på försäljningen.

Vi höjer våra estimat efter en snabbare geografisk expansion än vad vi tidigare hade räknat med

Estimatförändringar			
MSEK	2015E	2016E	2017E
Försäljning			
Gammal	84	101	115
Ny	75	94	151
% Förändring	-11%	-7%	31%
EBITDA			
Gammal	6	9	13
Ny	5	8	17
% Förändring	-8%	-10%	28%
EBIT			
Gammal	1	4	10
Ny	0	3	14
% Förändring	n.m	-17%	40%

Källa: Redeye Research

Skuldsättning och likviditet

Utvecklingen av likviditeten och skuldsättningsgraden har varit god de senaste kvartalen men försvagades något under Q3 primärt på grund av en lageruppbbyggnad. Sett från utgången av 2014 har skuldsättningen minskat till 0,6x från 1,2x. Samtidigt har både balans- och kassalikviditeten utvecklats positivt.

God skuldsättning och likviditet

Likviditetsmått & skuldsättningsgrad							
	2012	2013	2014	2015 Q2	2015 Q3	2015e	2016e
Likvida medel	3	1	6	2	0	1	3
Kortfristiga fordringar	8	13	21	14	13	14	24
Outnyttjad Checkkredit	3	4	4	6	3	5	6
Varulager	4	3	9	9	12	10	14
Kortfristiga skulder	13	13	26	12	14	16	26
Kassalikviditet	1,0x	1,4x	1,2x	1,9x	1,2x	1,2x	1,3x
Balanslikviditet	1,3x	1,7x	1,6x	2,7x	2,0x	1,9x	1,8x
Skulder	13	13	26	12	12	16	26
Eget Kapital	14	17	21	21	21	21	27
Skuldsättningsgrad	0,9x	0,8x	1,2x	0,6x	0,6x	0,8x	1,0x

Källa: Redeye Research & West International

Kassan uppgick vid utgången av kvartalet till 0,1 MSEK. Bolaget har också en outnyttjad checkkredit på 3 MSEK till sitt förfogande. Som vi tidigare skrivit kan Wests geografiska expansion leda till ett ökat kapitalbehov framöver men detta beror också hur aggressiv expansionen blir. Vi skulle vara positiv till en mindre kapitalanskaffning om det leder till en snabbare uttrullning på nya marknader.

Värdering – Base-case

Som en följd av våra estimatförändringar höjs vårt motiverade värde till 5,5 (3,9) SEK per aktie. Vi finner det sannolikt att bolaget står inför en stark försäljningstillväxt som borde ta ytterligare fart under H2 2016, detta är något som marknaden (på grund av kortsiktighet) sannolikt missar. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 20 procent mellan åren 2015-2024 och en genomsnittlig EBITDA-marginal på 12 procent. Vidare antar vi att marginalen är expanderande då bolagets affärsmodell inom Kortterminaler är skalbar och uppgår till 17 procent i mognadsfasen. Vi väljer att anta en terminal tillväxt av FCF på 4 procent, vilket är i nivå med BNP då bolaget efter 10 år har en så pass stor andel av marknaden att tillväxten krymper nedåt. Våra antaganden under mognadsfasen indikerar en ROIC (Return On Invested Capital) på 12 procent, vilket är i höjd med bolagets WACC. Detta antagande finner vi vara både konservativt och sannolikt. Potentialen sett till vårt Base-case uppgår till 58 procent.

Vi höjer vårt motiverade värde till 5,5 (3,9) SEK per aktie.

West International, Base-case			
Antaganden:	2015-24	DCF-värde	
CAGR Försäljning	20,2%	WACC	14,5%
EBITDA-marginal	12,6%	Nuvärde FCF	35
Medel ROIC	37%	Nuvärde terminal värde	66
		EV	102
Mognadsfas	2024-->	Nettokassa	6
Långsiktig tillväxt av FCF	4,0%	DCF-värde	107
Återinvesterings takt i mognadsfas	32%	Värde per aktie	5,5
ROIC mognadsfas	12%	Aktiekurs idag	3,5
EBITDA-marginal mognadsfas	17%	Risk/potential	58%

Källa: Redeye Research

Billigt på längre sikt

Vid köp av West måste en investerare ha en långsiktig horisont och se vart bolaget kan stå om ca 3-5 år. Sett till vår prognos handlas West idag runt 5-3x vårt EBIT prognos för 2018-2019. Självklart finns det en osäkerhet i hur pricksäker vår prognos är men vi ser ändå en EBIT multipel på den nivån som attraktivt för ett bolag med så pass god tillväxtpotential och operationell hävstång som West.

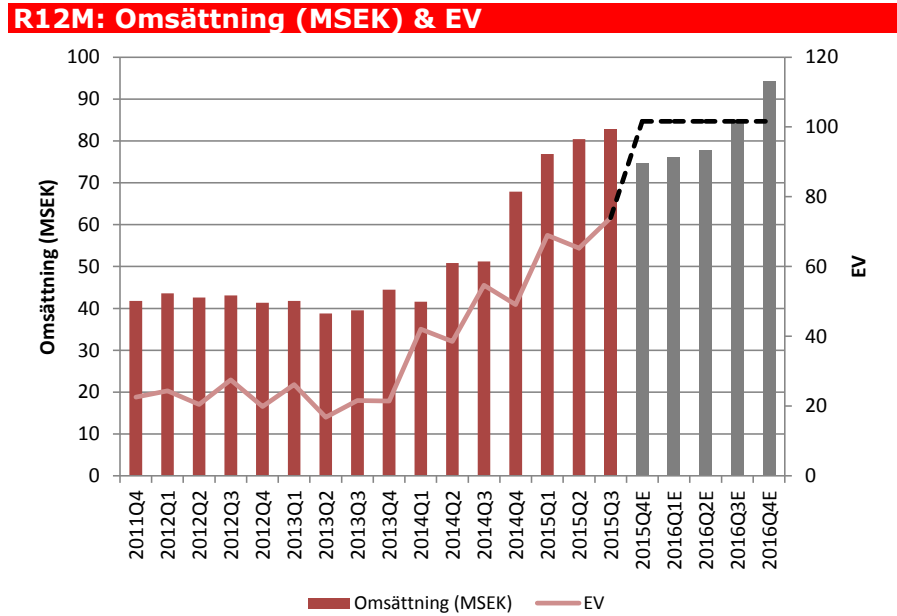
West International multiple valuation, nuvarande										
EV	EBIT					EV/EBIT				
	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
62	-2,1	0,1	3,3	14,0	18,8	n.m.	n.m.	18,6x	4,4x	3,3x

Källa: Redeye Research

Stark försäljningstillväxt sannolikt under H2 2016

Historiskt har värderingen i West följt omsättningsökningen väldigt nära, baserad på rullande 12 månader. När försäljningstillväxten börjar ta fart (eller marknaden börjar diskontera tillväxten) under H2 2016 ser vi sannolikt att värderingen av West också kommer göra det. Vi väljer dock att ligga steget före marknaden och höjer vår värdering av bolaget idag. I diagrammet nedan ställs försäljningen, på rullande 12 månader, i relation till Enterprise Value av bolaget. Den streckade delen är vår Base-case värdering.

*Stark försäljningstillväxt
att vänta under H2 2016*



Källa: West International & Redeye Research

Bull- och Bear-case

I och med vår prognoshöjning korrigeras även våra Bull- och Bear-case uppåt. I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 9,2 SEK per aktie, 160 procents potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 1,4 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om -60 procent.

Case scenario valuation range		
Case	Motiverat värde	Risk/Potential
Bull-case	9,2	163%
Base-case	5,4	54%
Bear-case	1,4	-60%

Source: Redeye Research

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 till runt och bolaget ROIC ligger något under deras WACC under mognadsfasen.

Bull-case

I vårt Bull-case antar vi att bolagets lyckas snabbare med att ta marknadsandelar på de nya Nordiska marknaderna samt att bolaget fortsätter med ytterligare expansion inom SEPA området. Detta scenario förutsätter högre CAPEX då denna expansion kostar pengar i form av utveckling men detta vägs upp tack vare den snabba tillväxten och förbättrade marginaler. Vi räknar här med att bolaget kan nå EBITDA marginer närmare 22 procent i sin mognadsfas vilket är i nivå med VeriFone, Ingenico och PAX. Vidare räknar vi med att bolaget kan behålla sin ROIC något över bolagets WACC under denna mognadsfas och växa med 4 procent per år.

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

Katalysatorer för värdeökning

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

Relativvärdering

En relativvärdering av West är inte helt enkel. Primärt för att det inte finns några noterade konkurrenter eller liknande bolag i Sverige och de noterade konkurrenterna så som Ingenico, Verifone och Pax är mycket större än West. Vi vill dock påvisa att en EV/Sales runt 2x inte är en omotiverad värdering för en POS-leverantör som West, när de väl har vuxit på sig och höjt sin lönsamhet. Givet vår prognos tycker vi West ser attraktiv ut i ett relativperspektiv. (PSI Group har bytt namn till StrongPoint).

Peer värdering West International (MSEK)										
Bolag	Mcap	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Omsättningstillväxt		EBITDA-marginal	
			2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Ingenico	64 600	68 700	3,4x	3,1x	14,8x	13,3x	39%	10%	23%	23%
VeriFone	34 093	28 873	1,7x	1,6x	9,4x	8,2x	11%	6%	18%	19%
Cardtronics	20 313	15 172	1,5x	1,4x	5,8x	5,2x	8%	6%	25%	26%
Pax	10 489	12 293	3,9x	3,3x	18,3x	14,9x	50%	19%	21%	22%
StrongPoint	616	506	0,4x	0,4x	6,1x	5,4x	29%	0%	7%	8%
Medel	26 022	25 109	2,2x	2,0x	10,9x	9,4x	27%	8%	19%	20%
Median	20 313	15 172	1,7x	1,6x	9,4x	8,2x	29%	6%	21%	22%
West International	66	64	0,8x	0,7x	10,2x	5,7x	12%	29%	8%	11%

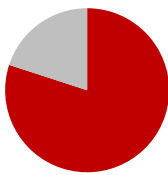
Källa: Bloomberg & Redeye Research

Sammanfattning Redeye Rating

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

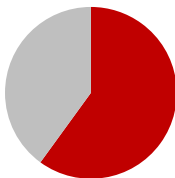
Ratingförändringar i denna rapport: Inga förändringar.

Ledning 8,0p



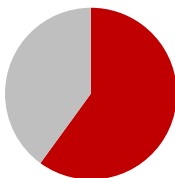
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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

Ägarskap 6,0p



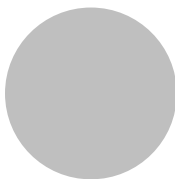
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 37 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt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

Vinstutsikter 6,0p



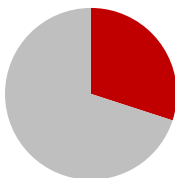
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt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

Lönsamhet 0,0p



West har under de flesta år uppvisat ett negativt resultat, vi har dock goda förhoppningar om att detta inte kommer vara fallet framöver. Dock använder vi oss utav historiska nycketal vid bedömning bolagets lönsamhet vilket leder till det låga betyget.

Finansiell styrka 3,0p



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

Resultaträkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	44	68	75	94	151
Summa rörelsekostnader	-45	-65	-69	-87	-134
EBITDA	-1	3	5	7	17
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-5	-5	-4	-2
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-6	-2	0	3	14
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-6	-3	0	3	14
Skatt	1	1	0	0	0
Nettoreultat	-5	-2	0	3	14
Balansräkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	1	6	4	3	10
Kundfordringar	12	19	10	17	27
Lager	3	9	10	12	20
Andra fordringar	1	2	3	4	6
Summa omsättn.	18	37	26	36	62
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	1	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.	8	5	5	6	11
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	9	5	5	7	13
Uppsk. skatteford.	4	5	5	5	5
Summa tillgångar	30	47	36	47	79
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	7	20	12	17	30
Kortfristiga skulder	1	1	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	5	5	3	6	11
Summa kort. skuld	13	26	15	23	41
Ränteb. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	13	26	15	23	41
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	1	1	1	1
Eget kapital	17	21	21	24	38
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	17	21	21	24	38
Summa skulder och E. Kap.	30	47	36	47	79
Fritt kassaflöde	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	44	68	75	94	151
Sum rörelsekost.	-45	-65	-69	-87	-134
Avskrivningar	-5	-5	-5	-4	-3
EBIT	-6	-2	0	3	14
Skatt på EBIT	1	0	0	0	0
NOPLAT	-4	-2	0	3	14
Avskrivningar	5	5	5	4	3
Bruttokassaflöde	1	3	5	7	17
Föränd. i rörelsekap	-2	-2	-2	-3	-2
Investeringar	-4	-2	-6	-5	-8
Fritt kassaflöde	-5	0	-2	-1	7
Kapitalstruktur	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Soliditet	56%	44%	57%	51%	48%
Skuldsättningsgrad	4%	3%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-1	-6	-4	-3	-10
Sysselsatt kapital	16	15	17	21	28
Kapit. oms. hastighet	1.5	1.4	2.1	2.0	1.9
Tillväxt	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Försäljningstillväxt	8%	53%	10%	26%	60%
VPA-tillväxt (just)	0%	0%	-103%	5 667%	317%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	14,5 %	NPV FCF (2015-2017)	3
		NPV FCF (2018-2024)	33
		NPV FCF (2025-)	66
		Rörelsefrämjade tillgångar	6
		Räntebärande skulder	-1
		Motiverat värde MSEK	107

Antaganden 2015-2021		Motiverat värde per aktie, SEK	
Genomsn. förs. tillv.	13,8 %		5,5
FRIT-marginal	9,6 %	Börskurs: SFK	3,6

Lönsamhet	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE	-29%	-11%	0%	15%	45%
ROCE	-32%	-11%	0%	15%	45%
ROIC	-31%	-10%	0%	20%	66%
EBITDA-marginal	-1%	4%	7%	8%	11%
EBIT-marginal	-13%	-3%	0%	4%	9%
Netto-marginal	-10%	-3%	0%	4%	9%

Data per aktie	2013	2014	2015E	2016E	2017E
VPA	0,00	-0,11	0,00	0,17	0,73
VPA just	0,00	-0,11	0,00	0,17	0,73
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	0,00	-0,30	-0,20	-0,15	-0,50
Antal aktier	0,00	18,78	19,35	19,35	19,35

Värdering	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Enterprise Value	-0,5	49,7	63,7	64,6	58,0
P/E	0,0	-28,0	1 193,9	20,7	5,0
P/S	0,0	0,8	0,9	0,7	0,5
EV/S	0,0	0,7	0,9	0,7	0,4
EV/EBITDA	0,9	16,7	11,7	9,1	3,5
EV/EBIT	0,1	-23,2	1 217,5	19,4	4,1
P/BV	0,0	2,7	3,3	2,8	1,8

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	13/15e
1 mån	-0,6 %	Omsättning	29,6 %
3 mån	5,9 %	Rörelseresultat, just	◆
		V/A, just	0,0 %
		EK	10,8 %

Aktiestructur %	Röster	Kapital
NORDNET PENSIONSFÖRSÄKRING AB	22,9 %	22,2 %
FAMILJEN ROGGENTIN MED BOLAG	9,5 %	9,9 %
AVANZA PENSION	6,4 %	6,2 %
JÖRGEN NORDLUND (PRIVAT OCH MED BOLAG)	6,0 %	5,8 %
GÖRAN SPARRDAL	5,7 %	5,6 %
LINDHEM INVEST AB (HANS JOHANSSON)	5,2 %	5,0 %
FORCE C INVESTMENT (GÖRAN NORDLUND)	3,7 %	4,8 %
STEN KARLSSON (PRIVAT, FAMILJ. BOLAG)	3,7 %	4,7 %
ROGER ANDERSSON	3,4 %	3,6 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	
Kurs, SEK	3,6
Antal aktier, milj	18,8
Börsvärde, MSEK	67,6

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

Nästkommande rapportdatum	
FY 2015 Results	February 19, 2016

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
<p>Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt</p>	<p>Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal</p>
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
<p>Legend: — VPA — VPA (just)</p>	<p>Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad</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 (2015-11-30)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	35	42	16	7	18
3,5p - 7,0p	63	48	82	33	37
0,0p - 3,0p	4	12	4	62	47
Antal bolag	102	102	102	102	102

*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.