

ANALYTIKER

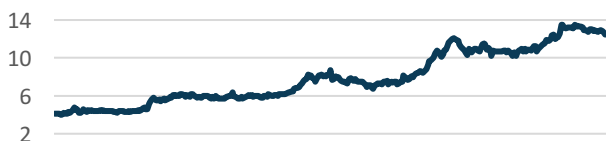
Wilhelm Rippe	Äger inte aktier i bolaget
Samuel Hammarling	Äger inte aktier i bolaget

WEST INTERNATIONAL AB

Aktiekurs	12,65
52 v högsta / lägsta	13,90 / 5,20
Antal aktier	22 500 000
Börsvärde (MSEK)	283,50
Nettoskuld (MSEK)	-11,76
EV (MSEK)	271,74
Sektor	Industrivaror & tjänster
Lista / kortnamn	First North / WINT
Nästa rapport	2018 - 02 - 16

UTVECKLING

1 månad	-1,56 %
3 månader	16,06 %
1 år	116,24 %
YTD	104,03 %

AKTIEKURS 1år (SEK)

HUVUDÄGARE %

Nordnet Pensionsförsäkring AB	16,19
Malte Roggentin	8,26
Avanza Pension	8,05
Jörgen Nordlund	5,85
Göran Sparrdal	4,73
Elementa AG	3,86

LEDNING

Verkställande direktör	Sten Karlsson
Styrelseordförande	Christina Detlefsen

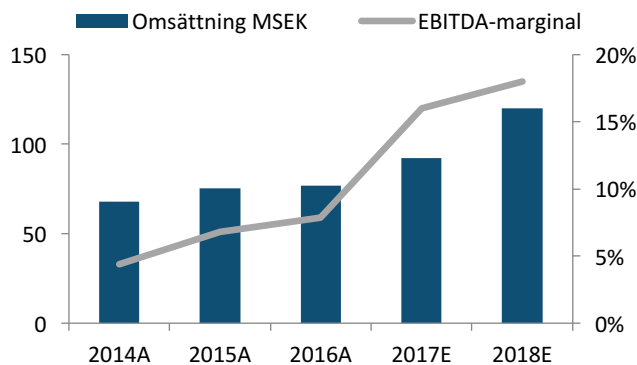
FINANCIAL FORECAST

MSEK	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning	77,0	93,9	122,1	122,1
EBITDA-marginal %	7,8	16,0	18,0	20,0
EV/EBITDA	45,9x	18,4x	12,6x	8,7x
EV/S	3,6x	2,9x	2,3x	1,7x

Hög bruttomarginal om 58 % och en EBITDA-tillväxt om 133 %. Bruttomarginalen är i en uppåtgående trend och landade på höga 58 % för jan-sep 2017 samt en EBITDA-tillväxt om 133 % under perioden. Detta som följd av en förbättrad affärsmodell där återkommande intäkter nu står för 11 % av de totala intäkterna jämfört med 1 % 2012. Omsättningen för 2018E beräknas öka med 30 % till 120 MSEK. I kombination med lägre kostnader som andel av försäljning samt större andel återkommande intäkter beräknas samtidigt EBITDA-tillväxten till 46 %. Detta ger en EV/EBITDA-multiplikation för 2018E om 12x.

Global expansion i startgroparna ger goda möjligheter till framtida omsättningstillväxt. West har mellan 2015-2017 slutit fyra strategiskt viktiga avtal med internationella betalningsleverantörer. Avtalen sträcker sig mellan 4-5 år initialt och de första intäkterna från dessa förväntas under slutet av 2017 och under 2018. Detta ger en större geografisk intäktsfördelning samt skapar möjlighet att tidigt positionera sig på tillväxtmarknader som Sri Lanka och Sydafrika.

I base-scenariot bör West värderas till 15,1 kr per aktie vilket ger en implicit uppsida om 19 %. West bedöms öka omsättningen med 30 % för 2018E samtidigt som EBITDA-marginalen väntas nå 18 % från till följd av en skalbar affärsmodell. Värderingen baseras på en DCF-modell och ger i base-case en implicit uppsida om 19 %.



Värde drivare



Quality of earnings



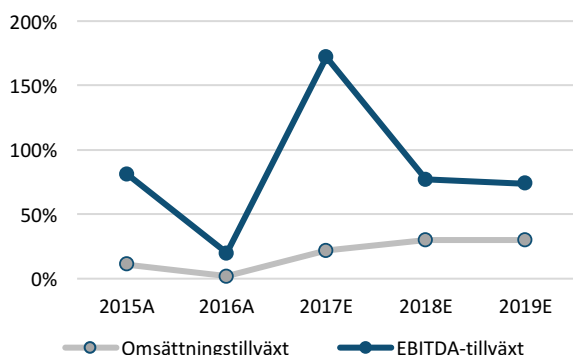
Ledning & styrelse



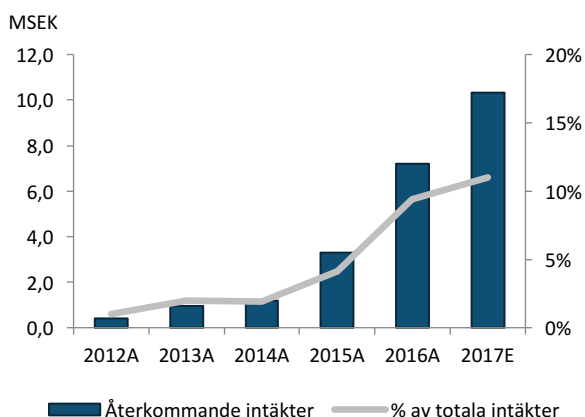
Risknivå

West International levererar transaktions- och betalningslösningar till handel och besöksnäring. Företaget har tre produktområden: kortterminaler, självbetjäning och kassautrustning.

Omsättningstillväxt om 22 % under tre första kvartalen 2017 med en EBITDA-tillväxt om 133 % indikerar på skalbar affärsmodell. Under januari-september 2017 uppgick omsättningen till 67,0 Mkr jämfört mot 54,7 samma period 2016 vilket motsvarar en omsättningstillväxt om 22 %. Samtidigt uppgick EBITDA till 9,2 MSEK mot 4,2 MSEK, vilket motsvarade en EBITDA-tillväxt om 133 %. Detta kan till stor del förklaras av ett fortsatt fokus på förbättrade bruttomarginaler som under perioden uppgick till 58 %. Omsättning för 2018E estimeras till 120 MSEK motsvarande en tillväxt om 30 %, vilket väntas generera 21,6 MSEK i EBITDA. Detta motsvarar en EBITDA-tillväxt om 50 %. Samantaget visar detta på en högre EBITDA-tillväxt än omsättningstillväxt vilket ger goda förutsättningar för att uppnå skalbarhet framgent.

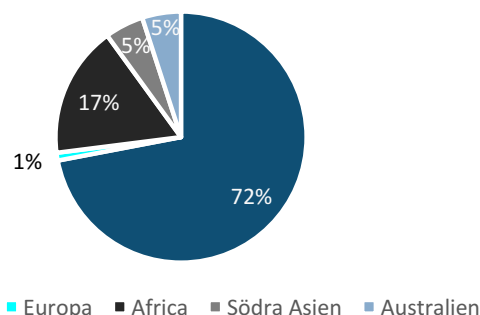


Ökat fokus på återkommande intäkter möjliggör hävstång för framtida omsättning. Under perioden 2012-2017 ökade antalet installerade terminal hos kund från 4,000 till 44,000. Under samma period ökade andelen återkommande intäkter från månatliga debiteringar och transaktionsbaserade debiteringar från ca 1 % av omsättningen till ca 11 %. Detta resulterar i en möjlig hävstång i intäkter när den installerade basen fortsätter växa, då terminalen genererar intäktströmmar under hela terminalens livslängd. West har långa kontraktstider med sina kunder med en genomsnittlig kontraktstid på 4-5 år. Återkommande intäkter är samtidigt en viktig faktor för marginalförbättring i och med att den transaktionsbaserade intäkten inte medför kostnader.



Strategiska partneravtal indikerar på att den globala expansionen börjar ta fart. Under 2015-2017 har West knutit flertalet kontrakt med globala aktörer vilket möjliggjort inträde på nya marknader. Under 2017 tecknade West ett kontrakt med Bullion IT i syfte att upgradera Sydafrikas största banks, ABSA, kortbetalningssystem. Kontraktet löper initialt i fem år och väntas generera intäkter om minst 7,5 MSEK för 2017. West har även under 2016 tecknat ett femårigt avtal med Australienska Stargroup, vilket ger en estimerad ordergång kring 10 MSEK per år. I slutet av 2015 tecknade West ett avtal med Interblocks om leverans av kortterminaler till den asiatiska marknaden. Asien är den region i världen med starkast underliggande tillväxt på kortbetalningar och väntas växa med 20 % årligen enligt bolaget själva. Detta kan jämföras mot en global årlig marknadstillväxt om 9.2 % på kortterminaler under perioden 2016-2020. För 2017E står Norden för 72 % av intäkterna. Givet god underliggande tillväxt samt närvaro på nya marknader genom dessa kontrakt ser möjligheterna goda ut för en global expansion.

Geografisk intäktsfördelning 2017E



West självbetjäningssystem skapar goda förutsättningar inom fast food-segmentet. West har idag ett samarbete med Max Hamburgerrestauranger, där West har utvecklat Max självbetjäningssystem i form av expresskassor. Expresskassorna bidrar till minskade personalkostnader samtidigt som kunden får en bättre överblick sin beställning. Detta leder till att kunden beställer för ca 20 % mer än i den traditionella kassan. Under 2017 estimeras samarbetet generera en ordergång om 35 MSEK jämfört med 15 MSEK för 2016. Max öppnade under 2017 sin första restaurang i Polen och har som mål att öppna 200 i landet de kommande åren. I och med dessa expansionsvisioner väntas fortsatt stark ordergång från Max. Samtidigt skapar detta möjligheter för vidare expansion i Europa inom detta segment genom ökad exponering av produkten.

Två kunder utgör 40 % av intäkterna på en konkurrensutsatt marknad. I dagsläget står kunderna Max Hamburgerrestauranger och ABSA för 40 % av intäkterna. En potentiell förlust av någon av de nämnda kunderna skulle således påverka resultatet kraftigt negativt. På grund av ABSA Banks och Wests mer än 15 år långa samarbete och att affären med Max får betraktas som en succé får detta scenario betraktas som mindre troligt. Samtidigt står marknadens huvudaktörer Ingenico och Verifone för cirka 80 % av världsmarknaden. Verifone är verksamma i över 150 länder och Ingenico över 170 där Ingenico växer mer än marknadens vilket inte Verifone gör.

Scenarioanalys: West värderas enligt en DCF-modell utifrån tre olika scenarion. De tre olika scenarion består av det mest troliga base-case, ett optimistiskt bull-case samt ett pessimistiskt bear-case. Terminal growth som använts efter tioårsperioden är 3.0 % vilket är i linje med estimerad BNP-tillväxt. West WACC i modellen har beräknats till 10.4 %. I avkastningskravet har ett branschbeta¹ används om 0,86 och en normaliserad riskfri ränta² om 2.9 %. Utöver detta har en storlekspremium³ om 3.8 % inkluderats.

Base-case: I base scenariot bedöms den globala satsningen ta fart enligt plan under 2018. De nya kontrakt bolaget knutit med aktörer i Australien, Sydafrika och Sri Lanka estimeras generera 22,5 MSEK i topline för 2018E. Samtidigt bedöms verksamheten i Sverige fortsätter i nuvarande tillväxttakt. Givet detta estimeras omsättningstillväxten till 30 % för 2018 och 2019. För 2020 estimeras omsättningstillväxten till 20 % vilket är lika med West egna finansiella mål för att sedan avta linjert under åren 2022-2026. Givet en förbättrad affärsmodell med fokus på återkommande intäkter och en hög bruttomarginal estimeras den uppåtgående trenden i EBITDA-marginal fortsätta. Denna trend bedöms kontinuerligt öka för 2017-2019 till en långsiktig genomsnittlig EBITDA-marginal om 20 %. Givet detta bör aktien i ett base-case värderas till 15,1 kr per aktie vilket ger en uppsida om 19.3 %.

Base-case	17E	18E	19E	20E	21E	22-26E
Omsättningstillväxt %	22	30	30	20	18	16-8
EBITDA-marginal %	16	18	20	20	20	20
DCF	Nuvärde DCF		Pris		Upp/nedsida	
	351 MSEK		15,1		19.3 %	

Bull-case: I ett positivt scenario bedöms den globala expansionen utvecklas snabbare än väntat. Den initiala ordern från Australienska Stargroup blir lyckad vilket resulterar i att framtida order övertiger estimerad årlig orderingång om 10 MSEK. Närvaron i Sydafrika och Sri Lanka beräknas även resultera i större ordrar än de avtalade. Max Hamburgerrestauranger har som mål att öppna 200 restauranger i Polen på sikt, vilket kan jämföras med de dryga 100 som finns i Sverige idag. I ett positivt scenario bedöms Max expansion gå enligt förhoppning och Wests självbetjäningssystem ses som en integrerad del i Max betalningslösning. Sammantaget med en positiv marknadsutsikt på den Nordiska marknaden bedöms bolaget slå sitt tillväxtmål om 20 % på omsättningen. Givet dessa förutsättningar bör aktien värderas till 20,1 kr per aktie vilket ger en uppsida om 70.9 %.

Bull-case	17E	18E	19E	20E	21E	22-26E
Omsättningstillväxt %	22	35	35	25	24	23-19
EBITDA-marginal %	16	18	20	20	20	20
DCF	Nuvärde DCF		Pris		Upp/nedsida	
	498 MSEK		21,6		70.9 %	

Bear-case: I ett negativt scenario väntas West växa något bättre än den underliggande marknadstillväxten om 9 % under de närmaste åren. Detta till följd av de flertal nyligen avtalade kontrakt. Dock estimeras den initiala effekten avta till följd av en misslyckad global satsning där konkurrensen från Verifone och Ingenico blir för intensiv. West når därmed inte upp till sitt finansiella mål om en årlig omsättningstillväxt om 20 %. Samtidigt får West svårt att uppnå skalbarhet i sin affärsmodell vilket pressar marginalerna. Givet dessa förutsättningar bör aktien värderas till 4,4 kr per aktie vilket ger en nedsida om 62.7 %.

Bear-case	17E	18E	19E	20E	21E	22-26E
Omsättningstillväxt %	22	20	20	15	13	11-3
EBITDA-marginal %	16	15	10	10	10	10
DCF	Nuvärde DCF		Pris		Upp/nedsida	
	118 MSEK		4,7		-62.7 %	

Känslighetsanalys: I DCF-modellen räknas ett terminal value ut för bolaget efter prognosperioden. Detta värde bygger på antaganden om långsiktig tillväxttakt (terminal growth) vilket i West fall har estimerats konservativt till 3,0 %. Tabellen nedan visar aktieprisets känslighet vid procentuell förändring i terminal growth samt WACC.

		WACC				
Terminal growth		12%	11%	10%	9%	8%
	1%	9,94	11,22	12,79	14,76	17,29
	2%	10,52	11,98	13,80	16,15	19,25
	3%	11,23	12,92	15,09	17,97	21,94
	4%	12,10	14,12	16,78	20,46	25,85
	5%	13,22	15,69	19,10	24,09	32,05

Peer-värdering: På grund av de stora skillnaderna i storlek mellan West och konkurrenterna Ingenico och Verifone exkluderas en värdering mot peers för West. Dock bör tabellen nedan ge en fingervisning vad bolag inom den bransch West är verksam värderas till.

2018E	West	Ingenico	Verifone
EV/EBITDA	12,6x	9,1x	8,1x
Omsättningstillväxt %	30	12,2	2,8
EBITDA-marginal %	18	21	17

¹ NYU Damodaran (2017)

² PWC Riskpremiestudie (2017)

³ PWC Riskpremiestudie (2017)

Strengths

- Återkommande intäkter växande del av totala intäkterna
- Bruttomarginal om 58 % jan-sep 2017 i positiv trend
- Omsättningstillväxt om 22 % jan-sep 2017 med en EBITDA-tillväxt om 133 % indikerar på skalbar affärsmodell

Weaknesses

- 40 % av omsättningen kommer från två kunder
- Hög kapitalbindning i kundfordringar och varulager





Opportunities

- Global tillväxt om 9.2 % årligen för kortterminaler
- Nya mobila betalningsmetoder driver utbyte av föråldrade terminaler
- Max Hamburgerresturangers expansion i Polen har möjlighet att driva omsättningen ytterligare

Threats

- Konkurrensutsatt marknad där Verifone och Ingenico dominerar med en marknadsandel om 80 %
- Global expansion beroende av lokala distributörers prestation

Bedömning av bolaget

	Värde drivare	Fortsatt expansion på nya marknader vilka väntas generera sina första intäkter under 2018. Ny intäktsmodell ger skalbarhet och volymbaserade intäkter över hela avtalens livslängd, vilket förväntas generera fortsatt EBITDA-tillväxt. Framgången för Wests självbetjäningsterminaler ökar sannolikheten till nya kunder inom segmentet.
	Quality of Earnings	Bolaget har de senaste två åren gått med vinst och förväntas förbättra sitt resultat för 2017. West har ökande brutto- och EBITDA-marginaler. Med en EBITDA-tillväxt som är större än omsättningstillväxten visar på bolagets skalbarhet.
	Ledning & styrelse	Insiderägande kring 25 % samt en kompetent styrelse inger förtroende. VD har erfarenhet av att utveckla mjukvaruföretag med internationell försäljning. Bolagets grundare är fortfarande operativt verksam.
	Riskenivå	40 % av omsättningen kommer från två kunder, men bedöms inte särskilt sannolikt att West förlorar någon av dessa. West agerar som uppstickare på en marknad som domineras till 80 % av konkurrenterna Verifone och Ingenico. West värderas på 2017E till EV/EBITDA 18,4x vilket kan anses högt.

Ansvarsbegränsning

Analys, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en ideell organisation (organisationsnummer 845002-2259) och analys eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analys, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2017).