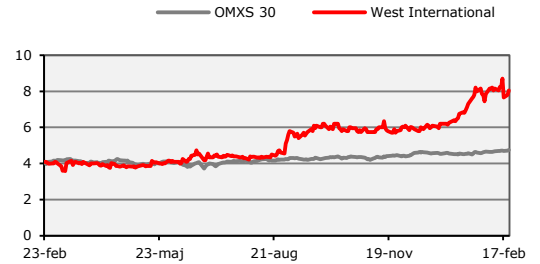


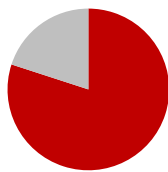
Sammanfattning
West International (WINT.ST)
Skördetiden närmar sig

- Försäljningen under årets sista kvartal kom in längre än vår prognos, fast med starkt bruttomarginal. Säsongsvariation är den primära förklaringen till detta. Vi tar denna typ av avvikelser med ro och ser framemot ett intressant 2017.
- West fortsätter skapa nya partnerskap, annonsera flertalet affärer och investera i sin teknikplattform. Bolagets investeringar går primärt till en egen betalväxel, vilket kommer leda till förbättrad prestanda, större skalbarhet och sannolikt transaktionsbaserade intäkter. Vi menar att West har under en längre tid genomfört stora investeringar gällande certifieringar, internationalisering samt ny teknik, och nu närmar vi oss skördetiden.
- Vi har genomfört estimatjusteringar och höjt vår Redeye Rating för lönsamheten i bolaget. Efter förändringarna uppgår vårt motiverade värde, i Base-case, till 7,5 (7,0) SEK per aktie.

Lista:
 Börsvärde: 180 MSEK
 Bransch: Information Technology
 VD: Sten Karlsson
 Styrelseordf: Christina Detlefsen

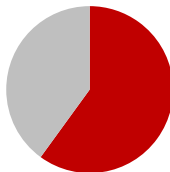

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



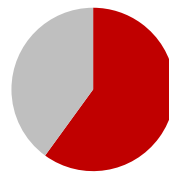
8,0 poäng

Ägarskap



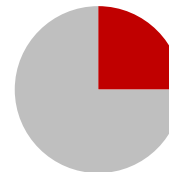
6,0 poäng

Vinstutsikter



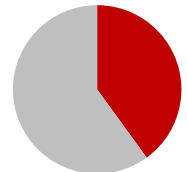
6,0 poäng

Lönsamhet



2,5 poäng

Finansiell styrka



4,0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	75	77	94	149	208	Aktiekurs (SEK)	8,0
Tillväxt	11%	2%	22%	58%	40%	Antal aktier (milj)	22,5
EBITDA	5	6	10	19	35	Börsvärde (MSEK)	180
EBITDA-marginal	7%	8%	10%	13%	17%	Nettokassa (MSEK)	11
EBIT	1	3	5	12	27	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	1%	4%	6%	8%	13%	Dagl oms. ('000)	50
Resultat före skatt	1	3	5	13	27		
Nettoreultat	0	2	4	11	21		
Nettomarginal	1%	3%	5%	8%	10%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00		
VPA	0,02	0,10	0,18	0,49	0,92		
P/E	144,1	64,7	43,7	16,5	8,7		
EV/S	0,9	1,6	1,8	1,2	0,8		
EV/EBITDA	12,7	20,0	17,1	8,9	4,8		

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.

Kvartalsvariation påverkar

Utfallstabell estimat - West International				
MSEK	2015 Q4	2016 Q4A	2016 Q4E	Diff %
Nettoomsättning	23,7	22,3	30,8	-28%
Bruttovinst	9,4	10,0	12,9	-22%
EBITDA	2,6	1,8	3,1	-42%
EBIT	1,9	1,1	2,2	-49%
Tillväxt omsättning	-24%	-6%	30%	
Bruttomarginal	40%	45%	42%	
EBITDA-marginal	11%	8%	10%	
EBIT-marginal	8%	5%	7%	

Källa: Redeye Research

Större affärer kan påverka de rapporterade siffrorna till en relativt stor grad

För det fjärde kvartalet så kom både försäljningen och resultatet in under våra estimat. Förklaringen till detta är kvartalsvariation då större affärer kan påverka de rapporterade siffrorna till en relativt stor grad. Att en affär stängs innan eller efter årsskiftet har ingen betydelse för underliggande affärsvolym, men påverkar självfallet helårsresultatet. Glädjande var att bruttomarginalen fortsätter stärkas, vilket tyder på en allt större försäljning av kortterminaler. Detta kan också vara en förklaring till en något svagare försäljningsnivå; alltså att Wests försäljning krymper inom Kassautrustning, där de erhåller lägre marginaler, men växer inom prioriteringsområdet Kortterminaler.

Vi blickar ut mot 2017 med intresse. Vi tror att expansionen utomlands som West har arbetat intensivt med i flera år kommer börja bära frukt på riktigt där vi borde få se ökade affärer till Sydafrika, Tyskland, Asien och Australien under året. Samtidigt fortsätter bolaget växa starkt i Norden och har annonserat ett flertal större affärer samt inlett ett samarbete med ClearOn kring cash2go. West har under nästan två år utvecklat en egen betalväxel, vilket kommer leda till mer transaktionsbaserade intäkter samt att integration mot nya kunder sker både snabbare, enklare och säkrare. Allt detta talar för en intressant framtid.

Trots ett lägre resultat än väntat så ser vi ingen anledning att ändra vår positiva bild av West. Värdet i West ligger några år framåt genom den internationella expansionen samt steget upp i värdekedjan genom teknikinvesteringar och påverkas inte av enstaka kvartalsavvikelse.

West uppger att värdet av affären inte kommer att understiga 5 MSEK under första året.

ClearOn avtal

Efter kvartalets utgång meddelad West att de ingått ett avtal med ClearOn AB gällande ett affärssamarbete kring betallosningar för små och medelstora företag. Bolagen har tecknat ett 4-årigt avtal gällande kortterminalslösningar. ClearOn förvärvar också rättigheterna till Wests kontantuttagstjänst cash2go. West uppger att värdet av affären inte kommer att understiga 5 MSEK under första året.

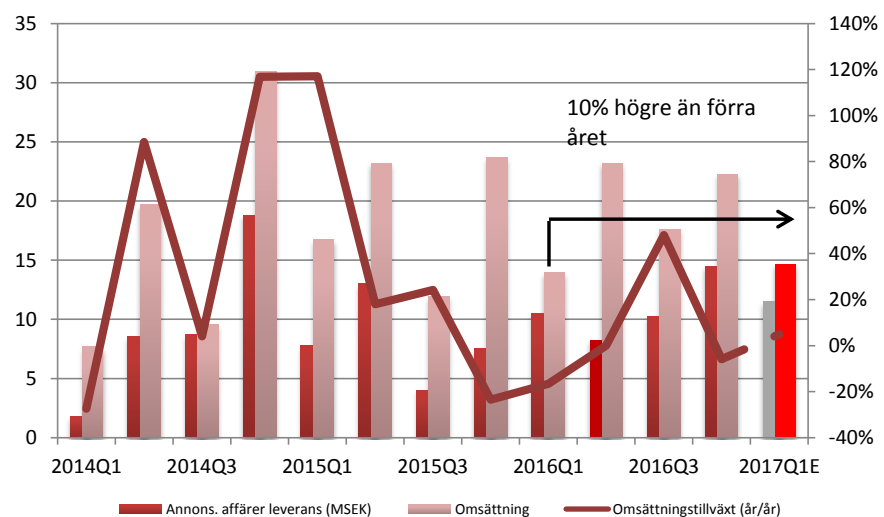
ClearOn är en ledande spelare i Sverige och har samarbeten med 6000 butiker. Bolaget erbjuder tjänster för att butiker ska kunna ta emot kuponger, presentkort, betalningar och värdeavier. Dessa typer av tjänster omsätter mer än 5 miljarder kronor årligen. ClearOn säljer även kassasystem genom bolaget Wave Kassasystem AB, där bland annat kortterminaler erbjuds. ClearOn omsatte under 2015 cirka 213 MSEK.

Flertalet affärer indikerar god start på året

West har annonserat ett flertal affärer de senaste månaderna. Dessa affärer går till bland annat till ABSA Bank, Nets, Datorama och OpenSolution. Hittills uppgår de annonserade affärerna till 12 MSEK, det är 10 procent högre än samma period föregående år. Alla annonserade affärer ligger inom kortterminaler, detta, som under Q4, påverkar marginalerna positivt men kan dämpa försäljningstillväxten något. Under 2016 hade West också relativt stora leveranser till Max, som spreds över hela året. Vi har gjort en överslagsräkning och räknar att leveransvärdet uppgick till cirka 4 MSEK per kvartal under 2016.

Annonserade affärer för leverans, omsättning & tillväxt

God tillväxt att vänta

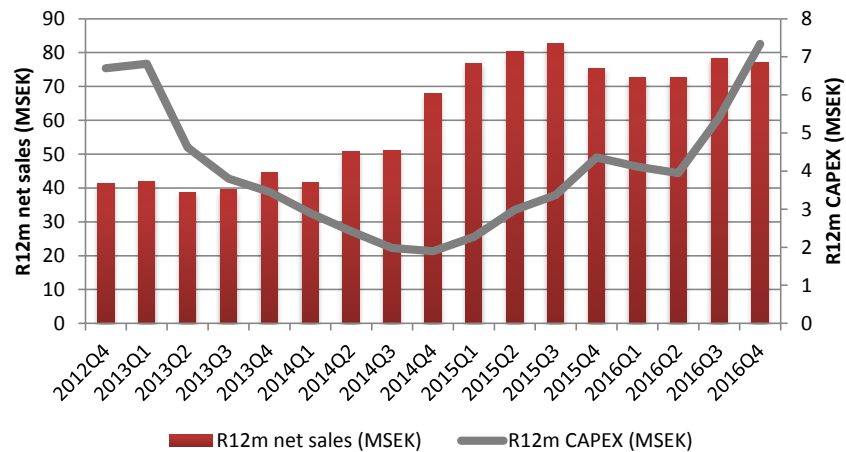


Källa: West International & Redeye Research

Fortsatta investeringar i teknik

West fortsätter att investera i teknik. Under kvartalet uppgick investeringarna till 3.6 MSEK. På rullande tolv månader uppgår CAPEX nivån till 7.3 MSEK.

Försäljning och CAPEX (Rullande 12 månader)



Källa: Redeye Research

Investeringarna är relaterade till utveckling av deras teknikplattform. Utveckling rör dels förenkling av framtida integrationer, likt den de gjorde tillsammans med Stargroup, men också för att kunna ta en större del av värdekedjan.

En betalväxel förenklar

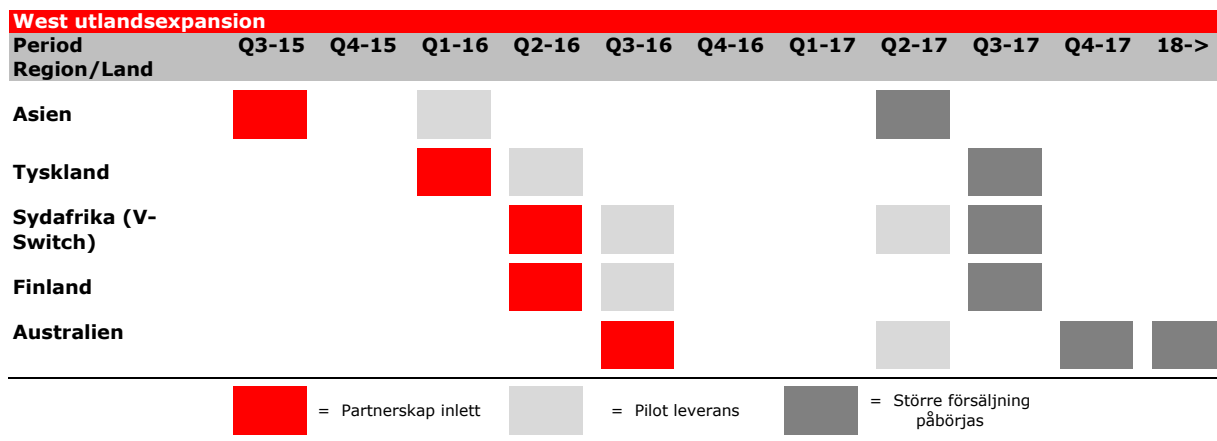
Sten Karlsson skriver följande i VD ordet i bokslutet: *”Genom en egen betalväxel som hanterar våra kortterminaler minskar vi också beroendet av externa partners och vi får helt nya möjligheter att vidareutveckla affärsmodellen med t.ex. transaktionsbaserade intäkter.”*

Investeringar för att kunna tjäna på transaktionsvolymen

Betalväxeln är alltså central för att snabbare kunna integrera nya kunder och beroendet av partners minskar. Transaktionsbaserade intäkter är självklart högintressant ur ett intjäningsperspektiv. Utvecklingen av betalväxeln har pågått i närmare två år, vilket också syns i grafen ovan på en stigande investeringstakt. Förenklat går det att säga att bolaget kommer redan ha en befintlig betalväxel integrerad i terminalen. Nya kunder kommer då kunna koppla deras egen betalväxellösning mot betalväxeln i kortterminalen. Detta leder till att integrationen och certifieringen går snabbare samt att den tekniska säkerheten blir långt högre. Den nya strukturen leder inte för den skull att West börjar konkurrera med sina kunder som tillhandahåller betalväxlar.

2017 och 2018 när utlandsexpansionen tar fart

West har under flertalet år arbetat hårt för att certifiera sina terminaler på marknader utanför Sverige samt sluta partnerskap med starka aktörer. I diagrammet nedan illustrerar vi när partnerskapen annonserades (rött), pilotleveranser (ljusgrått) och när vi räknar med att försäljningen börjar ta fart (mörkgrått).



Källa: Redeye Research

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

Prognos för Q1 och estimatförändringar

De annonserade affärerna för Q1 uppgår till cirka 12 MSEK, vilket är 10 procent högre än nivån samma period förra året. Utöver dessa större affärer erhåller även West löpande mindre ordar samt serviceintäkter. Intäkter från Kassautrustning kommer sannolikt fortsätta krympa och vi har inte sett några annonserade affärer inom Självbetjäning. På det hela räknar vi med en försäljning i linje med föregående, vi ser den största försäljningsuppgången kommer ske under H2 2017 och framåt.

Kvartalsestimat - West International

MSEK	2016	2017
	Q1	Q1E
Nettoomsättning	13,9	14,6
Bruttovinst	5,8	6,7
EBITDA	-0,2	-0,6
EBIT	-1,1	-1,2
Tillväxt omsättning		5%
Bruttomarginal	42%	46%
EBITDA-marginal	-2%	-4%
EBIT-marginal	-8%	-8%

Prognos på 14,6 MSEK i nettoomsättning under Q1

Källa: Redeye Research

För det första kvartalet 2017 räknar vi med en omsättning på omkring 14,6 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på cirka 5 procent. Bruttomarginalen förväntas ligga runt 46 procent, tack vare en stor andel Kortterminalsförsäljning. Övriga omkostnader förväntas ligga i linje med Q4. Våra antaganden genererar en EBITDA på -0,6 MSEK med EBIT på -1,2 MSEK. West håller på att växa in en större kostnadskostym, vilket kommer drabba marginalerna under Q1 något.

God tillväxt att vänta

Vi har gjort justeringar av våra kortsiktiga försäljningsprognoser efter rapporten och samtidigt ökat våra marginalantaganden smått, på med anledning av den stärkta bruttomarginalen. Som vi tidigare har skrivit så ser vi ser det som sannolikt att Wests stora genombrott utomlands, försäljningsmässigt, kommer ske under H2 2017 och fortsätta under 2018.

*Mest kortsiktiga
justeringar*

Estimatförändringar			
MSEK	2017E	2018E	2019E
Omsättning			
Gammal	131	177	230
Ny	94	149	208
% förändring	-28%	-16%	-9%
EBITDA			
Gammal	8	18	37
<i>marginal</i>	6,1%	10,2%	16,0%
Ny	10	19	35
<i>marginal</i>	10,5%	12,9%	16,8%
% förändring	23%	7%	-5%
EBIT			
Gammal	5	13	28
<i>marginal</i>	3,8%	7,3%	12,2%
Ny	5	12	27
<i>marginal</i>	5,7%	8,4%	13,1%
% förändring	8%	-4%	-2%

Källa: Redeye Research

Värdering – Base-case

Efter genomförda förändringar av prognos samt en höjd Rating för lönsamheten hos bolaget så ökar vårt motiverade värde, i Base-case, till 7,5 (7,0) SEK per aktie. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 19 procent mellan åren 2016-2025 och en genomsnittlig EBIT-marginal på 15 procent. Vidare antar vi att marginalen är expanderande då bolagets affärsmodell inom Kortterminaler är skalbar och uppgår till 19 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. Enligt vårt basscenario verkar aktien rättvist prissatt.

Vårt motiverade värde uppgår till 7,5 SEK per aktie

West International Base-case			
Antaganden:	2016-26	DCF-värde	
CAGR försäljning	19%	WACC	13,4%
EBIT-marginal (medel)	15%	Nuvärde av FCF	108
		Nuvärde av Terminal Value	56
Mognadsfasen			
Terminal tillväxt av FCF	4,0%	EV	163
Terminal EBIT-marginal	19%	Nettokassa	11
		Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigerig	0
		DCF-värde	174
		Motiverat värde per aktie	7,5
		Dagens aktiekurs	8,0
		Potential/Risk	-6%

Källa: Redeye Research

Relativvärdering

En relativvärdering av West är inte helt enkel. Primärt för att det inte finns några noterade konkurrenter eller liknande bolag i Sverige och de noterade konkurrenterna så som Ingenico, Verifone och Pax är mycket större än West. Vi 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 och 2018 när expansionen utomlands börjar generera resultat.

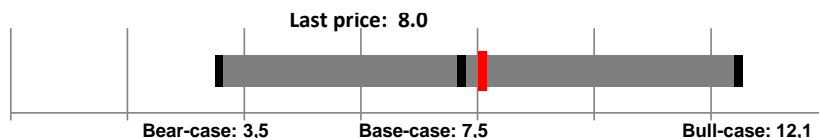
Peer värdering West International (MSEK)										
Bolag	Mcap	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Omsättningstillväxt		EBITDA-marginal	
			2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Ingenico	46 210	48 400	2,1x	1,9x	10,2x	9,0x	7%	9%	20%	21%
Verifone	20 159	27 535	1,6x	1,6x	10,3x	9,4x	-1%	5%	16%	17%
Cardtronics	18 075	21 972	1,7x	1,7x	7,6x	7,3x	21%	-2%	22%	23%
Pax	6 967	4 793	1,2x	1,1x	5,3x	4,6x	12%	14%	23%	23%
StrongPoint	713	708	0,7x	0,7x	6,6x	6,3x	-6%	0%	10%	10%
Medel	18 425	20 682	1,5x	1,4x	8,0x	7,3x	7%	5%	18%	19%
Median	18 075	21 972	1,6x	1,6x	7,6x	7,3x	7%	5%	20%	21%
West International	180	169	1,1x	0,8x	8,8x	4,8x	58%	40%	13%	17%

Källa: Bloomberg & Redeye Research

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 12,1 SEK per aktie, 50 procents potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 3,5 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om cirka -56 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 3,5 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 12,1 SEK per aktie.

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. Nya affärer av det större slaget till Stargroup ser vi också som en sannolik katalysator framöver.

Genombrottsaffär på en ny geografisk marknad kan skapa en högre värdering

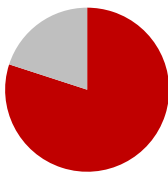
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

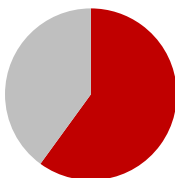
Vår Rating över lönsamheten har ökat till 2,5 (0), tack vare den starka utvecklingen för bolaget under de två senaste åren.

Ledning 8,0p



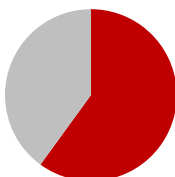
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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

Ägarskap 6,0p



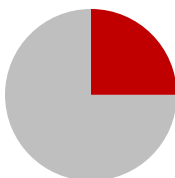
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 25 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt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

Vinstutsikter 6,0p



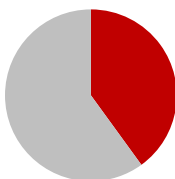
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt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

Lönsamhet 2,5p



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

Finansiell styrka 4,0p



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

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	75	77	94	149	208
Summa rörelsekostnader	-70	-71	-84	-130	-173
EBITDA	5	6	10	19	35
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	-1	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-4	-3	-4	-6	-7
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	1	3	5	12	27
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	1	3	5	13	27
Skatt	0	-1	-1	-1	-6
Nettoreultat	0	2	4	11	21
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	1	19	11	8	11
Kundfordringar	10	9	18	31	46
Lager	10	19	17	27	40
Andra fordringar	3	3	4	6	8
Summa omsättn.	23	51	50	72	104
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	0	1	1	1	1
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	6	8	9	11	14
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	7	9	10	11	15
Uppsk. skatteford.	5	4	4	4	4
Summa tillgångar	35	64	63	88	123
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	12	24	19	30	42
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	3	3	4	6	8
Summa kort. skuld	15	27	23	36	50
Räntebr. skulder	0	0	0	0	0
L. icke räntebr.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	15	27	23	36	50
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	0	0	0	0
Eget kapital	21	36	40	52	73
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	21	36	40	52	73
Summa skulder och E. Kap.	37	64	63	88	123
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	75	77	94	149	208
Sum rörelsekost.	-70	-71	-84	-130	-173
Avskrivningar	-4	-3	-4	-7	-8
EBIT	1	3	5	12	27
Skatt på EBIT	0	-1	-1	-1	-6
NOPLAT	1	2	4	11	21
Avskrivningar	4	3	4	7	8
Bruttokassaflöde	5	5	9	18	29
Föränd. i rörelsekap	-2	3	-12	-12	-15
Investeringar	-6	-6	-5	-8	-11
Fritt kassaflöde	-2	3	-8	-3	2
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	57%	56%	64%	59%	59%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-1	-19	-11	-8	-11
Sysselsatt kapital	20	17	29	43	62
Kapit. oms. hastighet	2.2	1.2	1.5	1.7	1.7
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	11%	2%	22%	58%	40%
VPA-tillväxt (just)	-123%	294%	91%	165%	89%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	13,4 %	NPV FCF (2017-2019)	-8
		NPV FCF (2020-2026)	115
		NPV FCF (2027-)	56
		Rörelsefrämjade tillgångar	19
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	182
Antaganden 2017-2023		Motiverat värde per aktie, SEK	7,5
Genomsn. förs. tillv.	26,6 %	Börskurs SFK	8,0
FRIT-marginal	15,6 %		

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	2%	8%	11%	25%	34%
ROCE	4%	11%	14%	27%	44%
ROIC	4%	12%	25%	38%	49%
EBITDA-marginal	7%	8%	10%	13%	17%
EBIT-marginal	1%	4%	6%	8%	13%
Netto-marginal	1%	3%	5%	8%	10%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0,02	0,10	0,18	0,49	0,92
VPA just	0,02	0,10	0,18	0,49	0,92
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	-0,04	-0,82	-0,47	-0,36	-0,45
Antal aktier	19,47	23,19	23,19	23,19	23,19

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	65,0	120,4	169,1	171,6	169,5
P/E	144,1	64,7	43,7	16,5	8,7
P/S	0,9	1,9	2,0	1,2	0,9
EV/S	0,9	1,6	1,8	1,2	0,8
EV/EBITDA	12,7	20,0	17,1	8,9	4,8
EV/EBIT	77,8	39,1	31,2	13,7	6,2
P/BV	3,1	3,9	4,5	3,5	2,5

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	5,3 %	Omsättning	11,7 %
3 mån	35,6 %	Rörelseresultat, just	154,65 %
12 mån	95,6 %	V/A, just	174,4 %
Årets Början	29,0 %	EK	38,2 %

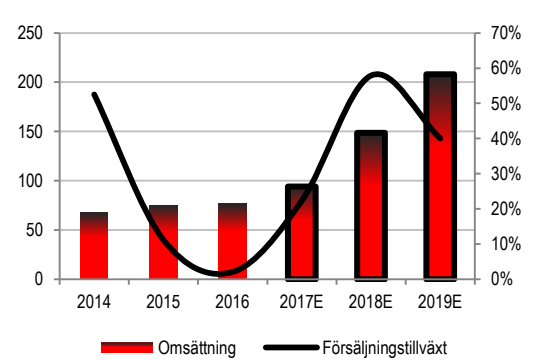
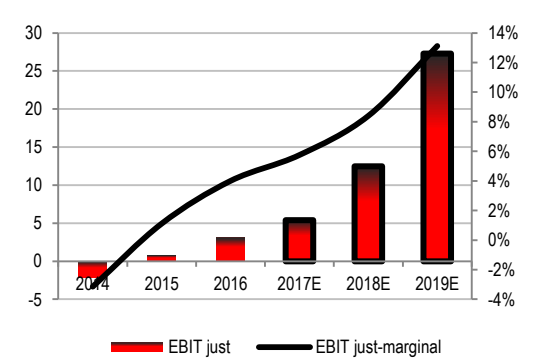
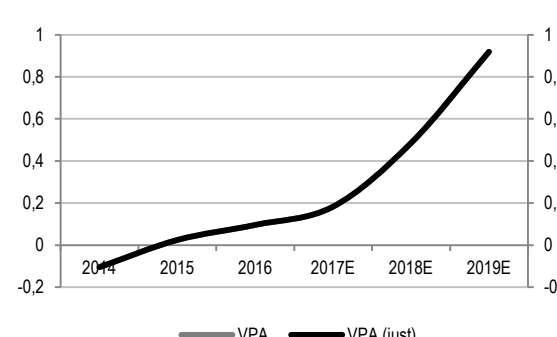
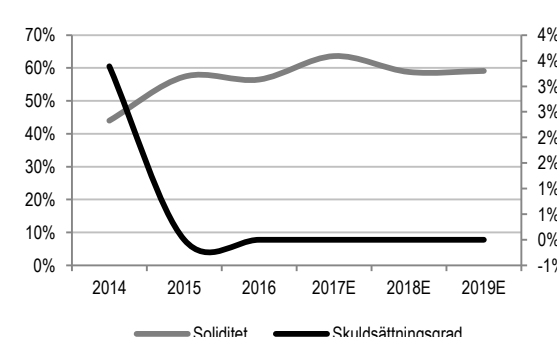
Aktiestructur %	Röster	Kapital
NORDNET PENSIONSFÖRSÄKRING AB	16,0 %	15,5 %
AVANZA PENSION	9,9 %	9,6 %
FAMILJEN ROGGENTIN MED BOLAG	8,3 %	8,0 %
ELEMENTA	6,2 %	6,0 %
JÖRGEN NORDLUND (PRIVAT OCH MED BOLAG)	5,9 %	5,7 %
GÖRAN SPARRDAL	4,7 %	4,6 %
STEN KARLSSON (PRIVAT, FAMILJ. BOLAG)	3,0 %	2,9 %
ROGER ANDERSSON	2,5 %	2,4 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	
Kurs, SEK	8,0
Antal aktier, milj	22,5
Börsvärde, MSEK	180,0

Bolagsledning & styrelse	
VD	Sten Karlsson
CFO	Per Ersson
IR	
Ordf	Christina Detlefsen

Nästkommande rapportdatum

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning (MSEK)</th> <th>Försäljningstillväxt (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~65</td> <td>~55%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~75</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~75</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~95</td> <td>~45%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~150</td> <td>~60%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~210</td> <td>~50%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)	2014	~65	~55%	2015	~75	~10%	2016	~75	~5%	2017E	~95	~45%	2018E	~150	~60%	2019E	~210	~50%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just (MSEK)</th> <th>EBIT just-marginal (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~-1</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~1</td> <td>~2%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~3</td> <td>~4%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~5</td> <td>~6%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~12</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~27</td> <td>~13%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)	2014	~-1	~0%	2015	~1	~2%	2016	~3	~4%	2017E	~5	~6%	2018E	~12	~10%	2019E	~27	~13%
År	Omsättning (MSEK)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2014	~65	~55%																																									
2015	~75	~10%																																									
2016	~75	~5%																																									
2017E	~95	~45%																																									
2018E	~150	~60%																																									
2019E	~210	~50%																																									
År	EBIT just (MSEK)	EBIT just-marginal (%)																																									
2014	~-1	~0%																																									
2015	~1	~2%																																									
2016	~3	~4%																																									
2017E	~5	~6%																																									
2018E	~12	~10%																																									
2019E	~27	~13%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA (SEK)</th> <th>VPA (just) (SEK)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~-0.1</td> <td>~-0.1</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~0.05</td> <td>~0.05</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~0.1</td> <td>~0.1</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~0.15</td> <td>~0.15</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~0.4</td> <td>~0.4</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~0.9</td> <td>~0.9</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)	2014	~-0.1	~-0.1	2015	~0.05	~0.05	2016	~0.1	~0.1	2017E	~0.15	~0.15	2018E	~0.4	~0.4	2019E	~0.9	~0.9	 <table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet (%)</th> <th>Skuldsättningsgrad (%)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~45%</td> <td>~60%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~55%</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~55%</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~65%</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~60%</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~60%</td> <td>~5%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2014	~45%	~60%	2015	~55%	~5%	2016	~55%	~5%	2017E	~65%	~5%	2018E	~60%	~5%	2019E	~60%	~5%
År	VPA (SEK)	VPA (just) (SEK)																																									
2014	~-0.1	~-0.1																																									
2015	~0.05	~0.05																																									
2016	~0.1	~0.1																																									
2017E	~0.15	~0.15																																									
2018E	~0.4	~0.4																																									
2019E	~0.9	~0.9																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2014	~45%	~60%																																									
2015	~55%	~5%																																									
2016	~55%	~5%																																									
2017E	~65%	~5%																																									
2018E	~60%	~5%																																									
2019E	~60%	~5%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Kristoffer.Lindström. äger aktier i bolaget X: Ja</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>West levererar smarta transaktions- och betalningslösningar som hjälper bolagets kunder att effektivisera handeln i fysiska miljöer. Kunderna utgörs av systemintegratörer, distributörer samt slutkunder inom områdena handel och besöksnäring. West grundades 1988 och är noterat på Nasdaq OMX First North sedan 2007. Huvudkontoret ligger i Upplands Väsby och där finns drygt 20 anställda inom försäljning, projektledning, utveckling, inköp, lager och service.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

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

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

Ansvarsbegränsning

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

Potentiella intressekonflikter

Redeys analysavdelning regleras av organisatoriska och administrativa regelverk som inrättats i syfte att undvika intressekonflikter och att säkerställa analytikernas objektivitet och oberoende. Bland annat gäller följande:

- För bolag som är föremål för Redeys analys gäller bl.a. de regler som Finansinspektionens har uppställt avseende investeringsrekommendationer och hantering av intressekonflikter. Vidare gäller för bolagets anställda handelsstopp i finansiella instrument för bolaget från 30 dagar innan det att det bevakade bolaget kommer med ekonomiska rapporter, såsom delårsrapporter, bokslutskommunikéer eller liknande, till det datum Redeye offentliggör sin analys plus två handelsdagar efter detta datum.
- En analytiker får inte utan särskilt tillstånd från ledningen medverka i corporate finance verksamhet och får inte erhålla ersättning som är direkt kopplad till sådan verksamhet.
- Redeye kan genomföra analyser på uppdrag av, och mot en ersättning från, det bolag som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Läsaren av dessa rapporter kan anta att Redeye har erhållit eller kommer att erhålla betalning för utförandet av finansiella rådgivningstjänster från bolaget/bolag nämnt i rapporten. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är inte beroende av innehållet i analysen.

Angående Redeys analysbevakning

Redeys analys präglas av case-baserad analys vilket innebär att frekvensen av analysrapporter kan variera över tiden. Om annat inte uttryckligen anges i analysen uppdateras analysen när Redeys analysavdelning finner att så är påkallat av t.ex. väsentliga förändrade marknadsförutsättningar eller händelser relaterade till analyserad emittent/analyserat finansiellt instrument.

Rating/Rekommendationsstruktur

Redeye utfärdar ej några investeringsrekommendationer för fundamental analys. Däremot så har Redeye utarbetat en proprietär analys och ratingmodell, Redeye Rating, där det enskilda bolaget analyseras, utvärderas och belyses. Analysen ska ge en oberoende bedömning av bolaget, dess möjligheter, risker mm. Syftet är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare.

Redeye Rating (2017-02-24)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	40	41	18	9	21
3,5p - 7,0p	74	65	97	36	44
0,0p - 3,0p	9	17	8	78	58
Antal bolag	123	123	123	123	123

*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.