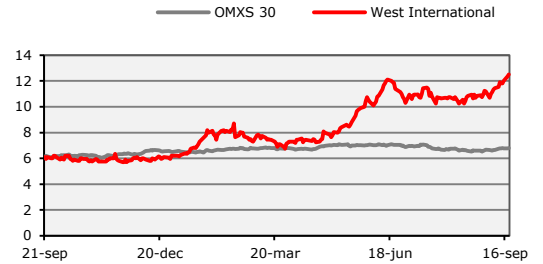


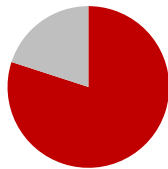
Sammanfattning
West International (WINT)
En brutal bruttomarginal

- Den mest positiva överraskningen i rapporten var den mycket starka bruttomarginal, vilket också ledde till långt bättre lönsamhet än vi hade räknat med. Bolaget är på frammarsch både i Sverige, med ClearOn, och utomlands. Wests terminaler har bland satts i drift i både Danmark och Sri Lanka.
- Vi ser ett antal faktorer som borde leda till ytterligare uppgångar i bruttomarginalen framöver bland annat; transaktionsintäkter, växande bas av terminaler, förbättrad försäljningsmix, och stark lönsamhet på nya affärer utomlands. Arbetet med expansionen utomlands fortsätter, vi räknar nu med ett större försäljningsgenombrott under Q4'17 samt 2018. Vi menar även att bolagets förstärkta erbjudande inom Självbetjäningen och den nya betalväxeln öppnar upp nya intäktsmöjligheter.
- På grund av den starka bruttomarginals utvecklingen har vi höjt våra antaganden om framtida lönsamhet. Vårt motiverade värde, i Base-case, ökar till 14,8 (13) SEK per aktie. Enligt vår bedömning så ser framtiden mycket ljus ut för West.

Lista: 270 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Christina Detlefsen
 Styrelseordf:

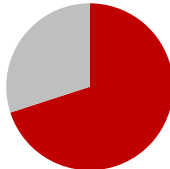

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



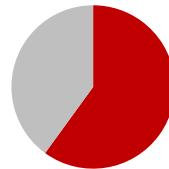
8.0 poäng

Ägarskap



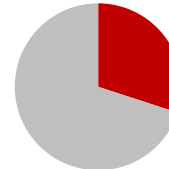
7.0 poäng

Vinstutsikter



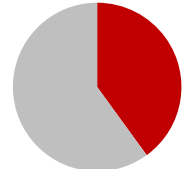
6.0 poäng

Lönsamhet



3.0 poäng

Finansiell styrka



4.0 poäng

Nyckeltal

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	Fakta	
Omsättning, MSEK	75	77	95	146	211	Aktiekurs (SEK)	12.0
Tillväxt	11%	2%	24%	53%	45%	Antal aktier (milj)	22.5
EBITDA	5	6	11	22	37	Börsvärde (MSEK)	270
EBITDA-marginal	7%	8%	12%	15%	17%	Nettoskuld (MSEK)	-12
EBIT	1	3	6	16	29	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	1%	4%	7%	11%	14%	Dagl oms. ('000)	60
Resultat före skatt	1	3	6	16	29		
Nettoreultat	0	2	5	14	23		
Nettomarginal	1%	3%	5%	10%	11%		
Utdelning/Aktie	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	Analytiker:	
VPA	0.02	0.09	0.22	0.60	0.97	Kristoffer Lindström	
P/E	146.4	65.6	55.6	19.9	12.4	kristoffer.lindstrom@redeye.se	
EV/S	0.9	1.6	2.7	1.8	1.2		
EV/EBITDA	12.7	20.0	22.6	11.7	7.0		

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.

Stark lönsamhet

Utfallstabell estimat - West International				
MSEK	2016 Q2	2017 Q2A	2017 Q2E	Diff %
Nettoomsättning	23.2	25.6	29.0	-12%
Bruttovinst	11.2	14.8	13.6	8%
EBITDA	4.0	4.0	2.9	37%
EBIT	3.2	2.9	1.7	68%
Tillväxt omsättning		10%	25%	
Bruttomarginal	48%	58%	47%	
EBITDA-marginal	17%	15%	10%	
EBIT-marginal	14%	11%	6%	

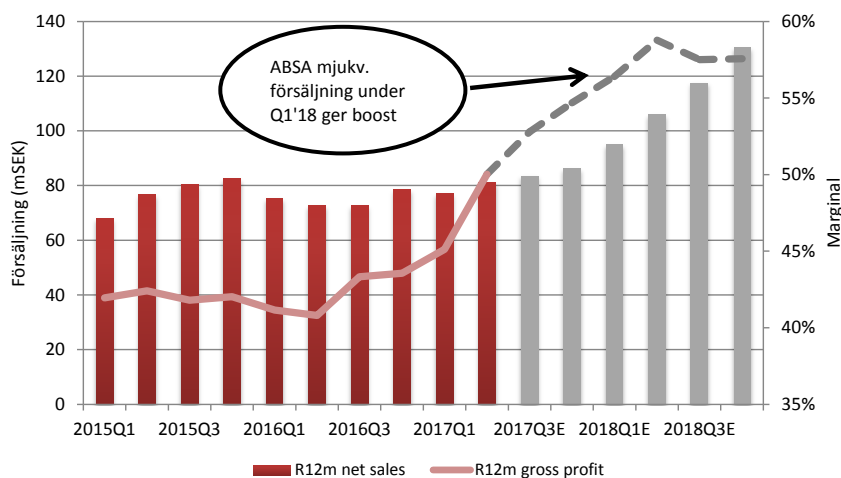
Källa: Redeye Research

Försäljningen under årets anda kvartal landade lite under vår prognos, men det är inget vi lägger något större vikt vid. Rapportens mest positiva överraskning var den mycket starka **bruttomarginal**, vilket också ledde till långt bättre lönsamhet än vi hade räknat med. I rapporten fanns det ett flertal andra glädjeämnen kopplat till; den nya betalväxeln, intressanta händelser på den **Nordiska betalmarknaden** samt den pågående **expansionen utomlands**.

Bruttomarginal under uppgång

Rent finansiellt var den mycket starka bruttomarginalen i rapporten ett klart glädjeämne. Den ökande marginalen är en effekt av bolagets fokus på försäljning av kortterminaler samt det förbättrade erbjudandet inom Självbetjäning. En starkt bidragande faktor till marginalförbättringarna är att den installerade basen av kortterminaler fortsätter att öka så stiger även Wests återkommande intäkter stadigt uppåt. Idag står de repetitiva intäkterna för cirka 11 procent av försäljningen.

West: R12m försäljning och bruttomarginal



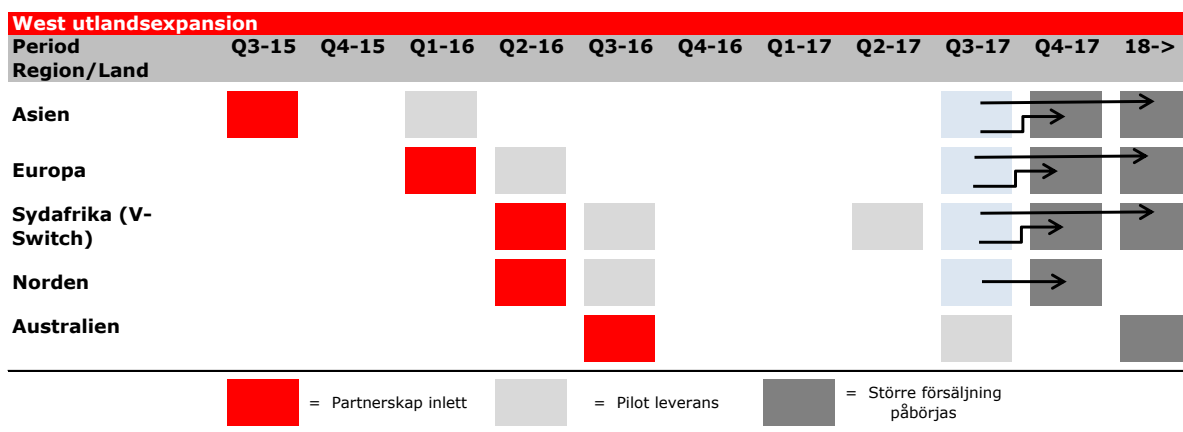
Källa: Redeye Research

Vi förväntar oss att bruttomarginalen fortsätter öka de kommande åren på grund av följande:

- **Växande bas av installerade terminaler** – När den installerade basen av terminaler växer så ökar serviceavgifterna stadigt.
- **Fortsatt förstärkt försäljningsmix** – Försäljningen av det klassiska Kassasystem fortsätter minska som andel av de totala intäkterna. Då bruttointäkterna inom både Kortterminal och Självbetjäning är långt högre så höjs marginalen ytterligare.
- **Förbättrat erbjudande inom Självbetjäning** – West kommer i fortsättning även leverera sina egna kortterminaler inom Självbetjäning, tidigare användes Ingenico. Detta leder till ökad lönsamhet på affärer inom segment.
- **Stark lönsamhet på nya affärer utomlands** – På många av affärerna utomlands har West en långt högre serviceintäkt än i Sverige, det kommer leda till en kraftig uppgång av de repetitiva intäkterna framöver. Programvaruaffären med ABSA, som inte kommer understiga 7,5 MSEK under det första året, sker också till mycket god lönsamhet, primär leverans kommer ske under Q1'18. Liknande affärer framöver kan förekomma.
- **Transaktionsintäkter genom ny betalväxel** - Wests betalväxel, som har varit under utveckling i 2,5 år, är nu certifierad enligt regelverket PCI DSS. Det betyder att betalväxeln är godkänd att hantera alla typer av kortbetalningar. Fördelen med den nya betalväxeln är stor. Dels öppnar det upp för transaktionsintäkter, till höga marginaler, och förenklar integration med nya kunder.

Utlandsexpansion fortsätter enligt plan

Övriga glädjeämnen i rapporten var att Wests arbete utomlands fortsätter på rätt spår. Bolagets terminaler är nu driftsatt i Sri Lanka. West menar att de är i slutcertifieringsfasen på ett flertal marknader inför en kommersiell start. Bolaget expanderar även sitt självbetjäningserbjudande till nya länder och kommer man tillsammans med MAX Hamburgare gå in i Polen. Max kommer slå upp portarna för ett flertal restauranger under hösten i landet. På hemma marknaden borde vi börja se en ökad försäljning till ClearOn de närmaste kvartalen.



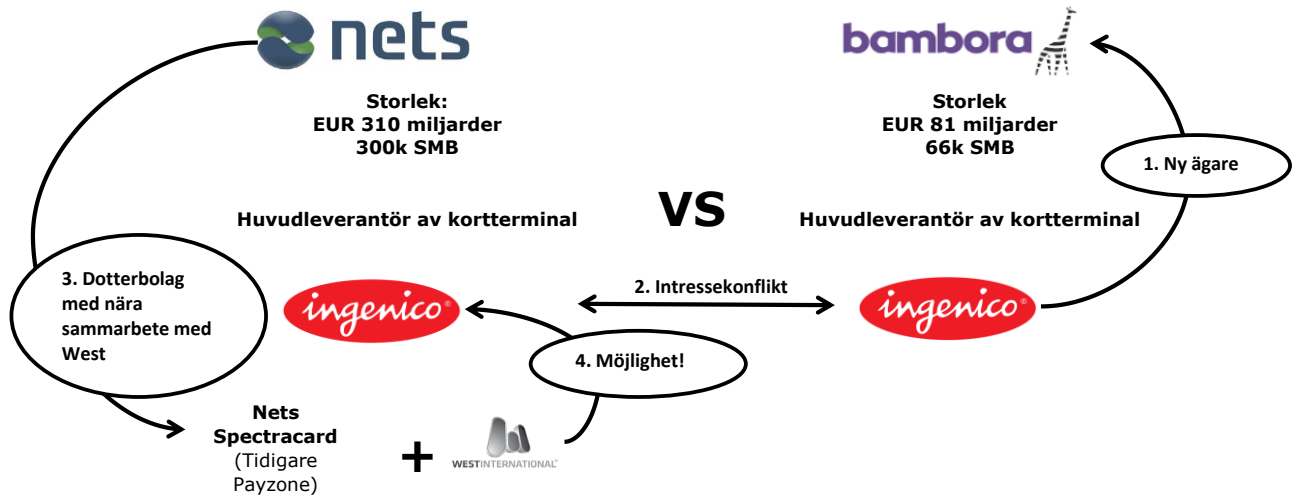
Källa: Redeye Research

Sett till vår senaste analys så har vi skjutit fram våra antagande cirka ett kvartal och tror att försäljning på de flesta nya marknader kommer igång under slutet av året men framförallt under 2018. I Europa verkar det ta lite extra lång tid, men MAX lansering i Polen väger upp för detta. I Asien verkar det vara hyfsat "on track" och de första terminalerna är nu satt i drift i Sri Lanka. Arbetet med Star i Australien fortsätter men vi tror vi få se de första större affärerna i början av nästa år, bolaget har ju redan beställt en pilotorder som de kommer börja skeppa ut till sina kunder först. Som vi tidigare har beskrivit så har West under flertalet år arbetat hårt för att certifiera sina terminaler på marknader utanför Sverige samt sluta partnerskap med starka aktörer. I diagrammet ovan illustrerar vi när partnerskapen annonserades (rött), pilotleveranser (ljusgrått) och när vi räknar med att försäljningen börjar ta fart (mörkgrått).

Rörelser på betalmarknaden skapar möjligheter

I rapporten kommenterade West att den stora affären mellan Ingenico och Bambora kan öppna upp intressanta möjligheter för dem. Mer information kring förvärvet går att läsa [här](#).

Vilka typer av möjligheter är det som West menar? Vi kan enbart spekulera, men enligt oss har Ingenicos förvärv satt Nets i en lite dålig sits då en av deras närmaste partners nu också en av deras största konkurrenter.



Nets är idag större än Bambora men det senare bolaget har vuxit starkt de senaste åren och räknas som en av Nets större konkurrenter i Norden. I och med att Ingenico (1.) köper Bambora så skapar detta en (2.) intressekonflikt mellan Ingenico och Nets då de nu också har blivit konkurrenter. 2014 förvärvade Nets West samarbetspartner Nets Spectracard (tidigare Payzone) så ett bolag inom Nets koncernen har redan ett starkt samarbete med West (3.). Vi tror alltså detta i alla fall öppnar upp goda (4.) möjligheter för West att konkurrera bort Ingenico som primär terminalleverantör, alternativt att Nets vill öppna upp för att kunder ska kunna beställa annat än Ingenico terminaler. West nya betalväxel gör att en potentiell integration skulle kunna ske relativt snabbt.

En oberoende leverantör föredras

Vi vet inte om detta kommer leda till en konkret affär för West, men förvärvet leder i alla fall inte till någon försämring för bolaget utan tvärtom goda möjligheter framöver. Vi tror också att allt fler PSP aktörer, som Nets, blir allt mer frutrerad över att de två stora terminalleverantörerna (Ingenico och Verifone) konkurrerar allt mer med deras kunders huvudaffärer. Detta är något som gynnar en fristående aktör som West.

Prognos för Q3 och estimatförändringar

Enligt våra beräkningar uppgår de hittills annonserade affärerna under Q3 till cirka 14 MSEK, jämfört med samma period föregående år är det en ökning med cirka 40 procent. West fortsätter även att leverera en allt större del av repetitiva intäkter som är oberoende av säsongmönstret.

Kvartalsestimat - West International

MSEK	2016	2017
	Q3	Q3E
Nettoomsättning	17,6	20,2
Bruttovinst	7,7	10,5
EBITDA	0,4	-0,2
EBIT	-0,2	-1,4
Tillväxt omsättning		15%
Bruttomarginal	44%	52%
EBITDA-marginal	3%	-1%
EBIT-marginal	-1%	-7%

Källa: Redeye Research

För det tredje kvartalet 2017 räknar vi med en omsättning på omkring 20.2 MSEK, vilket motsvarar en omsättningstillväxt på cirka 40 procent. Vi räknar inte mer några större volymer från utlandet. Vi har justerat upp våra antaganden om bruttomarginal men också kostnader relaterat till personal. Organisationen hos West fortsätter växa och vi vet att man har anställt relativt kraftigt för att hantera framtida tillväxt. Våra antaganden genererar en EBITDA runt nollstrecket. Nu när Wests betalväxel är färdig kommer sannolikt även avskrivningarna öka något framöver.

Höjda marginaler

Vi har gjort några mindre justeringar i våra kortsiktiga tillväxtestimat då vi tror att affärerna utomlands kommer på allvar igång under 2018, istället för tidigare H2'17. Samtidigt menar vi att den [uthålliga bruttomarginalen](#) kommer att stiga de kommande åren, så vi har höjt våra långsiktiga marginalantaganden.

Estimatförändringar

MSEK	2017E	2018E	2019E
Omsättning			
Gammal	103	163	229
Ny	95	146	211
% förändring	-8%	-11%	-8%
EBITDA			
Gammal	11	21	38
marginal	10,7%	12,9%	16,6%
Ny	11	22	37
marginal	12,0%	15,1%	17,3%
% förändring	4%	5%	-4%
EBIT			
Gammal	6	15	29
marginal	5,8%	9,2%	12,7%
Ny	6	16	29
marginal	6,5%	10,8%	13,8%
% förändring	4%	5%	1%

Källa: Redeye Research

Värdering – Base-case

Vi har genomfört ytterligare höjningar av våra antagande för långsiktig intjäningsförmåga. De höjda estimaten leder till ett ökat motiverat värde på **14,8** (13) SEK per aktie. Vi tycker bolaget fortsätter övertyga och känner oss trygga med våra uppjusteringar. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 20 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 23 procent i mognadsfasen. Vi väljer att anta en terminal tillväxt av FCF på 2 procent, vilket är i nivå med BNP då bolaget efter 10 år har en så pass stor andel av marknaden att tillväxten krymper nedåt. I våra prognoser är vi fortsatt ganska konservativa kring utlandssatsningen, större annonserade affärer från de nya regionerna skulle leda till ytterligare uppjusteringar av estimaten.

West International Base-case			
Antaganden:	2016-26	DCF-värde	
CAGR försäljning	20%	WACC	11,9%
EBIT-marginal (medel)	15%	Nuvärde av FCF	135
		Nuvärde av Terminal Value	195
Mognadsfasen			
Terminal tillväxt av FCF	2,0%	EV	329
Terminal EBIT-marginal	23%	Nettokassa	19
		Minoritetsägande	0
		Utdelningskorrigering	0
		DCF-värde	349
		Motiverat värde per aktie	14,8
		Dagens aktiekurs	12,0
		Potential/Risk	24%

Källa: Redeye Research

Relativvärdering

En relativvärdering av West är inte helt enkel. Primärt för att det inte finns några noterade konkurrenter eller liknande bolag i Sverige och de noterade konkurrenterna så som Ingenico, Verifone och Pax är mycket större än West. Vi har även lagt till Square, som skiljer sig i sitt erbjudande men är ändå verksam på betalmarknaden. Givet vår prognos tycker vi West ser attraktiv ut i ett relativperspektiv, primärt när vi höjer blicken mot 2018 när expansionen utomlands börjar generera resultat. Vi anser att en sådan hög tillväxt som West står inför borde värderas högre.

Peer värdering West International (MSEK)									
Bolag	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Omsättningstillväxt		EBITDA-marginal	
		2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
Square	82 587	11,0x	8,5x	78,4x	44,3x	-49%	30%	14%	19%
Ingenico	49 457	2,1x	1,9x	10,2x	9,0x	8%	10%	20%	21%
Verifone	24 763	1,7x	1,6x	10,4x	8,9x	-11%	3%	16%	18%
Cardtronics	18 213	1,6x	1,7x	6,8x	7,4x	15%	-6%	23%	22%
PAX	2 923	0,9x	0,8x	4,7x	4,2x	1%	11%	19%	19%
Medel	43 755	3,4x	2,9x	22,1x	14,8x	-9%	9%	18%	20%
Median	37 110	1,7x	1,7x	10,2x	8,9x	-1%	7%	18%	20%
West International	258	2,7x	1,8x	22,6x	11,7x	24%	53%	12%	15%

Källa: Bloomberg & Redeye Research

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 19,7 SEK per aktie, 64 procent potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 6,7 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om cirka -44 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 6,7 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 2 procent per år. Vårt motiverade värde i Bull-case uppgår till 19,7 SEK per aktie.

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

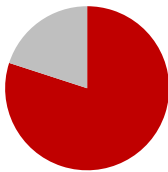
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

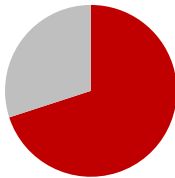
Ingen förändring i Rating

Ledning 8.0p



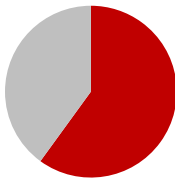
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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

Ägarskap 7.0p



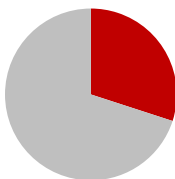
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 25 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt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



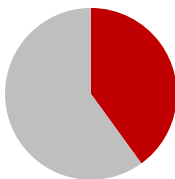
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt 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 3.0p



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

Finansiell styrka 4.0p



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

Resultaträkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	75	77	95	146	211
Summa rörelsekostnader	-70	-71	-84	-124	-175
EBITDA	5	6	11	22	37
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	-1	-1	-1
Avskrivningar immateriella tillg.	-4	-3	-5	-6	-7
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	1	3	6	16	29
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	1	3	6	16	29
Skatt	0	-1	-1	-2	-6
Nettoreultat	0	2	5	14	23
Balansräkning	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	1	19	12	13	15
Kundfordringar	10	9	18	31	47
Lager	10	19	17	26	40
Andra fordringar	3	3	4	6	8
Summa omsättn.	23	51	51	76	110
<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	8	10	14
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	7	9	9	11	15
Uppsk. skatteford.	5	4	4	4	4
Summa tillgångar	35	64	64	91	129
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	12	24	19	29	42
Kortfristiga skulder	0	0	0	0	0
Övriga kortfristiga skulder	3	3	4	6	8
Summa kort. skuld	15	27	23	35	51
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	35	51
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	1	0	0	0	0
Eget kapital	21	36	41	55	78
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	21	36	41	55	78
Summa skulder och E. Kap.	37	64	64	91	129
Fritt kassaflöde	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Omsättning	75	77	95	146	211
Sum rörelsekost.	-70	-71	-84	-124	-175
Avskrivningar	-4	-3	-5	-6	-7
EBIT	1	3	6	16	29
Skatt på EBIT	0	0	0	0	0
NOPLAT	1	3	6	16	29
Avskrivningar	4	3	5	6	7
Bruttokassaflöde	5	6	11	22	37
Föränd. i rörelsekap	-2	3	-12	-12	-17
Investeringar	-6	-6	-5	-8	-12
Fritt kassaflöde	-2	4	-6	2	8
Kapitalstruktur	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Soliditet	57%	56%	64%	61%	60%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	0%	0%	0%
Nettoskuld	-1	-19	-12	-13	-15
Sysselsatt kapital	20	17	29	42	63
Kapit. oms. hastighet	2.2	1.2	1.5	1.6	1.6
Tillväxt	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Försäljningstillväxt	11%	2%	24%	53%	45%
VPA-tillväxt (just)	-123%	295%	128%	180%	61%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
WACC	11.9 %	NPV FCF (2017-2019)	-4
		NPV FCF (2020-2026)	139
		NPV FCF (2027-)	195
		Rörelsefrämjade tillgångar	19
		Räntebärande skulder	0
		Motiverat värde MSEK	348
Antaganden 2017-2023		Motiverat värde per aktie, SEK	14.8
Genomsn. förs. tillv.	26.7 %	Börskurs SFK	17.0
FRIT-marginal	15.9 %		

Lönsamhet	2015	2016	2017E	2018E	2019E
ROE	2%	8%	13%	29%	34%
ROCE	4%	11%	16%	33%	44%
ROIC	6%	15%	37%	55%	69%
EBITDA-marginal	7%	8%	12%	15%	17%
EBIT-marginal	1%	4%	7%	11%	14%
Netto-marginal	1%	3%	5%	10%	11%

Data per aktie	2015	2016	2017E	2018E	2019E
VPA	0.02	0.09	0.22	0.60	0.97
VPA just	0.02	0.09	0.22	0.60	0.97
Utdelning	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Nettoskuld	-0.04	-0.81	-0.52	-0.56	-0.64
Antal aktier	19.78	23.50	23.50	23.50	23.50

Värdering	2015	2016	2017E	2018E	2019E
Enterprise Value	65.0	120.4	257.7	256.8	254.9
P/E	146.4	65.6	55.6	19.9	12.4
P/S	0.9	1.9	3.0	1.9	1.3
EV/S	0.9	1.6	2.7	1.8	1.2
EV/EBITDA	12.7	20.0	22.6	11.7	7.0
EV/EBIT	77.8	39.1	41.5	16.3	8.7
P/BV	3.1	3.9	6.6	4.9	3.5

Aktiens utveckling		Tillväxt/år	15/17e
1 mån	9.6 %	Omsättning	12.3 %
3 mån	1.3 %	Rörelseresultat, just	172.82 %
12 mån	96.7 %	V/A, just	200.4 %
Årets Början	93.6 %	EK	39.6 %

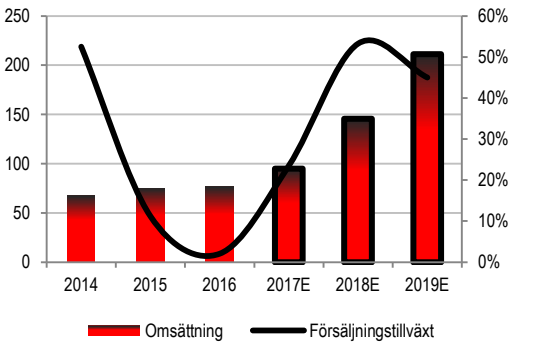
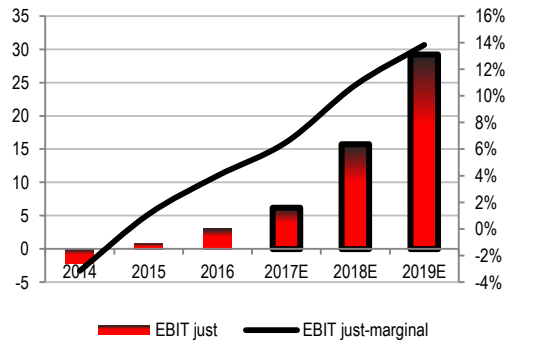
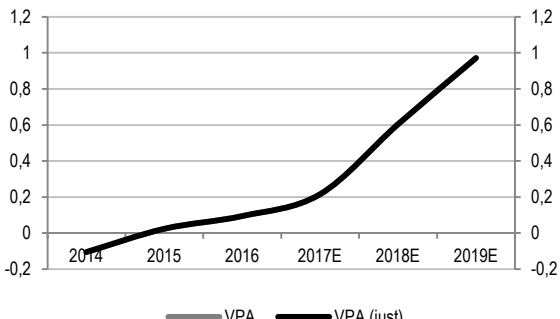
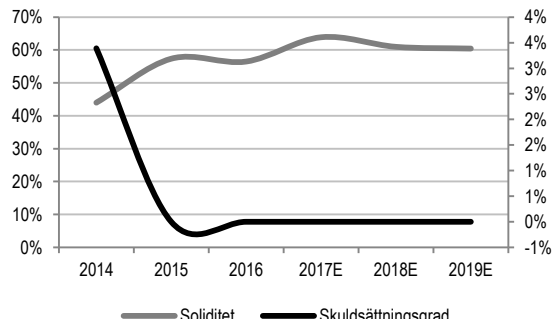
Aktiestructur %	Röster	Kapital
Nordnet Pensionsförsäkring	16.2 %	16.2 %
Malte Roggentin	8.3 %	8.3 %
Avanza Pension	8.1 %	8.1 %
Per Jörgen Roland Nordlund (med bolag)	5.9 %	5.9 %
Göran Sparrdal	4.7 %	4.7 %
Elementa	3.9 %	3.9 %
Sten Karlsson (med bolag)	3.0 %	3.0 %
Ejderholmen AB	2.8 %	2.8 %
Roger Andersson	2.4 %	2.4 %
Livförsäkringsbolaget Skandia	1.9 %	1.9 %

Aktien	
Reuterskod	
Lista	
Kurs, SEK	12.0
Antal aktier, milj	22.5
Börsvärde, MSEK	270.0

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</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>~15%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~75</td> <td>~5%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~95</td> <td>~35%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~145</td> <td>~55%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~210</td> <td>~55%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning	Försäljningstillväxt	2014	~65	~55%	2015	~75	~15%	2016	~75	~5%	2017E	~95	~35%	2018E	~145	~55%	2019E	~210	~55%	 <table border="1"> <caption>EBIT (justerad) & Marginal (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>EBIT just</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>~4%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~3</td> <td>~6%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~6</td> <td>~10%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~16</td> <td>~14%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~30</td> <td>~16%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just	EBIT just-marginal	2014	~-1	~0%	2015	~1	~4%	2016	~3	~6%	2017E	~6	~10%	2018E	~16	~14%	2019E	~30	~16%
År	Omsättning	Försäljningstillväxt																																									
2014	~65	~55%																																									
2015	~75	~15%																																									
2016	~75	~5%																																									
2017E	~95	~35%																																									
2018E	~145	~55%																																									
2019E	~210	~55%																																									
År	EBIT just	EBIT just-marginal																																									
2014	~-1	~0%																																									
2015	~1	~4%																																									
2016	~3	~6%																																									
2017E	~6	~10%																																									
2018E	~16	~14%																																									
2019E	~30	~16%																																									
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)																																										
 <table border="1"> <caption>Vinst Per Aktie</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>VPA</th> <th>VPA (just)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2014</td> <td>~0.0</td> <td>~0.0</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>~0.2</td> <td>~0.2</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~0.6</td> <td>~0.6</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~1.0</td> <td>~1.0</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA	VPA (just)	2014	~0.0	~0.0	2015	~0.05	~0.05	2016	~0.1	~0.1	2017E	~0.2	~0.2	2018E	~0.6	~0.6	2019E	~1.0	~1.0	 <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>~4%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>~55%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>~55%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>~65%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2018E</td> <td>~60%</td> <td>~0%</td> </tr> <tr> <td>2019E</td> <td>~60%</td> <td>~0%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet	Skuldsättningsgrad	2014	~45%	~4%	2015	~55%	~0%	2016	~55%	~0%	2017E	~65%	~0%	2018E	~60%	~0%	2019E	~60%	~0%
År	VPA	VPA (just)																																									
2014	~0.0	~0.0																																									
2015	~0.05	~0.05																																									
2016	~0.1	~0.1																																									
2017E	~0.2	~0.2																																									
2018E	~0.6	~0.6																																									
2019E	~1.0	~1.0																																									
År	Soliditet	Skuldsättningsgrad																																									
2014	~45%	~4%																																									
2015	~55%	~0%																																									
2016	~55%	~0%																																									
2017E	~65%	~0%																																									
2018E	~60%	~0%																																									
2019E	~60%	~0%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Kristoffer.Lindström. äger aktier i bolaget West Int.: 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 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 (2017-09-21)

Rating	Ledning	Ägarskap	Vinst- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	44	42	17	11	22
3,5p - 7,0p	71	65	99	35	45
0,0p - 3,0p	12	20	11	81	60
Antal bolag	127	127	127	127	127

*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.