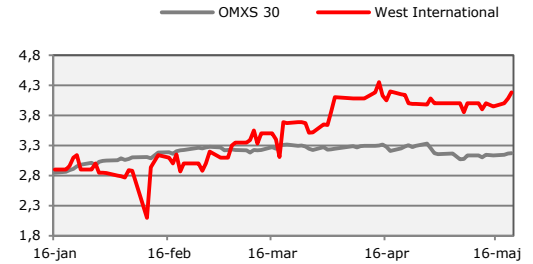


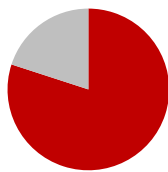
Sammanfattning
West International (WINT)
Levererar enligt plan

- Bolagets rapport för det första kvartalet kom in enligt vår förväntan. West rapporterade en omsättningstillväxt på hela 117 procent med en EBITDA-marginal om 6,9 procent.
- Den positiva tillväxtresan fortsätter enligt plan. West står även inför en geografisk expansion som kommer inledas under senare delen av året. Trots en något låg kassa vid utgången av kvartalet ser bolagets kortsiktiga likviditet god ut.
- Vårt motiverade värde i ett Base-case uppgår till 4,0 (4,2) SEK per aktie. Förändringen av värderingen beror främst på att den nya styrelseuppsättningen påverkar vår rating. Enligt vår bedömning är bolaget rättvist värderad vid dagens nivåer.

Lista: 73 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Tomas Rudenstam
 Styrelseordf:

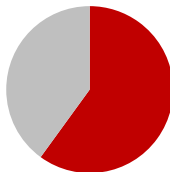

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



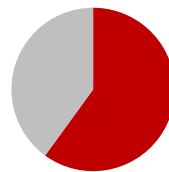
8,0 poäng

Ägarskap



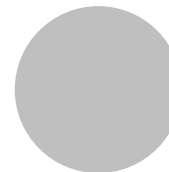
6,0 poäng

Tillväxtutsikter



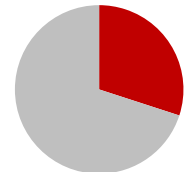
6,0 poäng

Lönsamhet



0,0 poäng

Finansiell styrka



3,0 poäng

Nyckeltal

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	Fakta	
Omsättning, MSEK	44	68	84	101	124	Aktiekurs (SEK)	3,9
Tillväxt	8%	53%	23%	21%	23%	Antal aktier (milj)	18,8
EBITDA	-1	3	6	9	14	Börsvärde (MSEK)	73
EBITDA-marginal	Neg	4%	7%	9%	11%	Nettoskuld (MSEK)	0
EBIT	-6	-2	1	4	11	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	1%	4%	9%	Dagl oms. ('000)	100
Resultat före skatt	-6	-3	0	4	11		
Nettoreultat	-5	-2	1	4	11		
Nettomarginal	Neg	Neg	1%	4%	9%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	0,00	-0,11	0,03	0,23	0,57	Kristoffer Lindström	
P/E	0,0	Neg	145,4	17,2	6,8	kristoffer.lindstrom@redeye.se	
EV/S	0,0	0,7	0,8	0,7	0,5		
EV/EBITDA	0,9	16,7	11,4	8,2	4,5		

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 – Tillväxtutsikter (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.

Tillväxtutsikter

Vår rating av Tillväxtutsikter 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 Tillväxtutsikter är; 1 – Strategier och 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.

Stärker produkterbjudande

West International bjöd på en stark inledning för årets första kvartal. Omsättning ökade med hela 117 procent jämfört med föregående år och EBITDA-marginalen vände från negativ till positiv. Rapporten kom in helt enligt våra förväntningar och vi ser ingen anledning att korrigera våra prognoser för de närmaste kvartalen. Vi räknar med en omsättningstillväxt på 13 procent och en EBIT-marginal på 14 procent för nästkommande kvartal.

I övrigt har det skett förändringar i bolagets styrelse, vilket även påverkar vår rating av bolaget. West har även lanserat en ny produkt som heter Cash2go där vi ser en god potential framöver. Bolaget bekräftade även att de geografiska expansionsplanerna fortlöper enligt plan. Vi ser det som sannolikt med en första genombrottsaffär under fjärde kvartalet i år på en ny geografisk marknad.

Cash2go en ny produkt med god potential

I linje med förväntningarna

Omsättningen avvek enbart 1 procent från våra estimat och EBITDA-resultatet -4 procent. Den starka tillväxten berodde på en stark ordergång, nya affärer till ett flertal större kunder samt att Q1 2014 var relativt svag. Vi hade räknat med en EBITDA-marginal på 7,2 procent mot den rapporterade marginalen på 6,9 procent. Bolaget påverkades negativt av valutakursförluster om -0,3 MSEK, utan dessa skulle EBITDA-marginalen landat på 8,7 procent, vilket visar på styrka enligt oss.

Korrigerad EBITDA-marginalen landat på 8,7 procent vilket visar på styrka enligt oss

Estimat vs. Utfall				
	2014	2015	2015	Diff %
MSEK	Q1	Q1E	Q1A	
Nettoomsättning	7,7	16,6	16,7	1%
COGS	4,7	9,9	9,5	-4%
% försäljning	60%	60%	57%	
Bruttovinst	3,1	6,7	7,2	8%
SG&A	5,1	5,5	6,0	10%
% försäljning	66%	33%	36%	
EBITDA	-2,1	1,2	1,2	-4%
EBIT	-3,4	-0,1	-0,1	
Netto resultat	-2,7	-0,1	-0,2	
EPS SEK	n.m	n.m	n.m	
Tillväxt omsättning		116%	117%	
Bruttomarginal		40,2%	43,0%	
EBITDA-marginal		7,2%	6,9%	
EPS tillväxt (YoY)		n.m	n.m	

Källa: Redeye Research

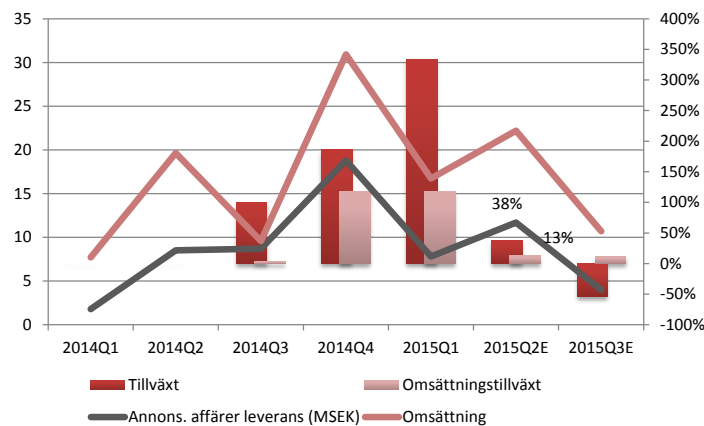
Bruttomarginalen var bättre än vad vi hade räknat med. Anledningen till detta, som vi ser det, var att den goda försäljningen inom Kortterminaler som förbättrade affärsmixen och höjde marginalen. Vi tycker detta visar på att vår tes om att bolaget står inför en stundande bruttomarginalsförbättring. SG&A var högre än vad vi räknat med, främst vad det gällde övriga externa kostnader dock inte på några alarmerande nivåer.

Möter starkare jämförelsekvartal framöver

För nästkommande kvartal ser vi en omsättningstillväxt på omkring 13 procent jämfört med föregående år. Vi bedömer att tillväxttakten kommer att vara betydligt lägre än för de två senaste kvartalen. Vi vill poängtera att Q2 2014 var ett exceptionellt starkt kvartal med en försäljning som uppgick till närmare 20 MSEK, med bland annat stora leveranser inom Självbetjäning. Hittills har bolaget annonserat affärer som kommer att levereras under Q2 på omkring 11,7 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt på 38 procent jämfört med Q2 2014. Vi räknar med en försäljningstillväxt under Q2 på omkring 13 procent.

Vi räknar på en lägre tillväxt i kommande kvartal

Annonserade affärer för leverans, försäljning & tillväxt



Källa: West International & Redeye Research

Vi ser en sannolik bruttomarginalpress under stundande kvartal på grund av valutakursfluktationer samt en stor andel affärer till ABSA bank. Vi räknar med en bruttomarginal på 41,1 procent och en EBITDA-marginal på 13,5 procent, vilket motsvarar ett resultat på EBITDA-nivå om 3 MSEK.

Kvartalsestimat - West International

MSEK	2014 Q2	2015 Q2E
Nettoomsättning	19,7	22,2
COGS	11,3	13,1
% försäljning	57%	59%
Bruttovinst	8,4	9,1
SG&A	5,8	6,1
% försäljning	29%	28%
EBITDA	2,6	3,0
EBIT	1,3	1,7
Tillväxt omsättning	-	13%
Bruttomarginal	42,7%	41,1%
EBITDA-marginal	13,3%	13,5%
EBIT-marginal	6,8%	7,6%

Källa: Redeye Research

Estimat för helåret

Vi gör enbart små justeringar i våra helårsprognoser jämfört med föregående analysuppdatering. Vi räknar fortsatt med en omsättning för helåret som uppgår till 84 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt på 23 procent med en EBITDA-marginal runt 7 procent. Vi finner det sannolikt att West står inför en mycket god tillväxtresa med förbättrade marginaler framöver. Vi räknar med en årlig tillväxt på runt 20 procent de närmaste åren då bolaget expanderar till nya geografiska marknader samt fortsätter ta andelar i Sverige. För 2017 räknar vi med att bolaget kan nå sina mål om en EBITDA-marginal runt 10 procent. Vår enda förändring är en liten sänkning av antagen CAPEX under 2015 då den hittills i år enbart uppgått till 0,9 MSEK.

Vi justerar enbart våra antaganden om CAPEX för helåret

West International resultaträkning						
Base-case						
MSEK	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Försäljning	44	68	84	101	124	154
COGS	-26	-39	-49	-60	-68	-84
Bruttovinst	19	28	34	41	56	70
SG&A	-19	-25	-28	-32	-42	-54
EBITDA	0	3	6	9	14	16
D&A	-5	-5	-5	-5	-3	-5
EBIT	-5	-2	1	4	11	12
Finans Net	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-5	-3	1	4	11	12
Skatt	1	1	0	0	0	-1
Nettovinst	-4	-2	1	4	11	10

Tillväxt, marginaler och värde drivare

Försäljningstillväxt		53%	23%	21%	23%	24%
Bruttomarginal	42%	42%	41%	41%	45%	45%
EBITDA marginal	0%	4%	7%	9%	11%	10%
EBIT marginal	-12%	-3%	1%	4%	9%	7%
CAPEX	4	2	6	6	7	8
NWC	4	6	8	11	10	12
ROIC	-31%	-10%	6%	23%	47%	40%

Källa: Redeye Research & West International

Skuldsättning och likviditet

Utvecklingen av likviditeten och skuldsättningsgraden har varit god. Sett från utgången av 2014 har skuldsättningen minskat till 0,7x från 1,2x. Samtidigt har både balans- och kassalikviditen ökat kraftigt. Framförallt handlar det om att de kortfristiga skulderna har minskat från 26 MSEK till 14 MSEK.

Förbättrad skuldsättning och likviditet

Likviditetsmått & skuldsättningsgrad						
	2012	2013	2014	2015 Q1	2015e	2016e
Likvida medel	3	1	6	0	1	3
Kortfristiga fordringar	8	13	21	13	14	22
Outnyttjad Checkkredit	3	4	4	5	5	6
Varulager	4	3	9	12	11	13
Kortfristiga skulder	13	13	26	14	17	25
Kassalikviditet	1,0x	1,4x	1,2x	1,4x	1,2x	1,2x
Balanslikviditet	1,3x	1,7x	1,6x	2,2x	1,8x	1,8x
Skulder	13	13	26	14	17	25
Eget Kapital	14	17	21	20	21	25
Skuldsättningsgrad	0,9x	0,8x	1,2x	0,7x	0,8x	1,0x

Källa: Redeye Research & West International

Låg kassa, dock finns checkkredit att utnyttja

Kassan uppgick vid utgången av kvartalet till 0,2 MSEK, dock har bolaget en outnyttjad checkkredit på 5,2 MSEK till sitt förfogande. West har nyligen utökat denna checkkredit vi finner det osannolikt att denna skall utökas ytterligare. West har som plan att expandera geografisk senare i år, beroende på hur aggressiv denna expansion blir finns det sannolikt ett ökat kapitalbehov för bolaget. Givet bolagets kassa och checkkredit finns det inget direkt behov av ytterligare finansiering och den kortsiktiga likviditeten ser god ut. Dock så anser vi att utrymmet för svängningar i kapitalbindningen, som ökat rörelsekapital, är idag relativt liten.

Cash2go – Produkter i framkant

West International har nu även lanserat en produkt som heter Cash2go. Vi finner intresse i denna produkt då försäljningen kommer sannolikt att vara väldigt skalbar och skulle kunna leda till ökade marginaler för bolaget. Vi väljer dock att inte förändra våra prognoser till följd av denna nya produkt då vi har svårt att bedöma hur stor försäljningen kan bli.

En intressant produkt men inga förändringar i våra prognoser

Cash2go är ett samarbete med Elavon Financial Services. Det är en produkt som möjliggör ett kontantuttag i butik direkt över disken. Vad skiljer detta från de många kan göra idag med att "runda" upp sina köp och ta ut kontanter? Ganska mycket faktiskt. Ett uttag via Cash2go likställs med ett bankomatuttag, när en kund rundar upp kostar detta pengar för butiken. Med ett uttag via Cash2go får istället butiken betalt. Detta medför att en butik kan minska sin kontanthantering i kassorna, vilket minskar deras kostnad för värdetransporter och samtidigt skapa en ny intäktsström. Somliga affärer på glesbygden väljer idag att installera en bankautomat i lokalen då kunder efterfrågar uttagsmöjligheter. Kostnaden för Cash2go kommer sannolikt att vara en bråkdel av kostnaderna för en bankomat. Tjänsten har stöd för både Mastercard-, Visa- samt utländska betalkort.

Uttagen motsvarar de som görs i en vanlig bankomat och hanteras i en fristående kortterminal som är placerad i butiken vid kassan. Kontanterna som tas ut kommer från butikens egen kassa och kunden debiteras en mindre serviceavgift. Elavon Financial Services kommer att hantera inlösen av kontantuttaget. Elavon är ett bolag med 1,3 miljoner kunder globalt och har arbetat med betallösningar och kortinlösen under 40 år.

Väldigt skalbart för West med återkommande intäcksströmmar och liten kostnad

För West innebär denna affär en stor möjlighet då den inte medför ökade kostnader och att bolaget nu direkt säljer till kunden, vilket sannolikt bidrar till ökade marginaler. Vidare kommer intäkter att baseras på antalet transaktioner så en växande bas av terminaler medför ökade intäkter men inte direkt ökade kostnader, vilket skapar en väldigt bra operationell hävstång i produkten.

Förändringar i styrelsen, leder till ny rating

Sedan vår senaste uppdatering har det skett förändringar i vår rating av bolaget. Detta beror främst på förändringar i bolagets styrelse men också på grund av att vi har uppdaterat och genomfört förändringar i våra ratingkriterier.

Både styrelseordförande Hans Johansson och ledamot Göran Nordlund tackar för sig och lämnar styrelsen. Nyval till ordförande är advokat Tomas Rudenstam. Vår ägarskapsrating påverkas negativt av detta då både Hans Johansson och Göran Nordlund ägde mycket aktier och Tomas har i dagsläget inget innehav i bolaget. Av allt att döma är dock Tomas en ytterst kompetent person med ett stort affärsnätverk som sannerligen West kommer att kunna dra nytta av.

Förändringarna i styrelsen leder till ett lägre betyg i ägarskap

Tomas Rudenstams meritlista:

- Maj 2015– nu: Styrelseordförande i West International AB
- Januari 2014 – nu: Partner & Advokat - Nyman Rudenstam Advokatbyrå
- September 2013 – nu: Grundare - Chambers Professional Offices
- Maj 2002– nu: Styrelseledarmot – ERB, Etiska Rådet
- Februari 2002– nu: Styrelseledarmot - MORGAN
- Januari 2002– nu: Medlem, grundare och tidigare ledarmot - Founders Alliance
- Maj 2013 – maj 2015: Medlem i den nationella styrelsen - Ung Företagsamhet
- Juli 2005 – december 2013: Partner & Advokat - Advokatfirman Lindahl
- Augusti 2002 – juni 2005: Partner & Advokat - Bird & Bird Law Firm
- Juli 2000 – augusti 2002: Grundare, styrelseordförande och chefsjurist - RedCyber
- Januari 1993 – juli 2000: Jurist - Baker & McKenzie Law firm

Tomas Rudenstam är advokat och delägare på Nyman Rudenstam Advokatbyrå och har stor erfarenhet av att handlägga komplexa juridiska ärenden inom M&A, immaterialrätt och högteknologiska områden. Han är styrelseledamot i branschföreningen för mobila tjänsteföretag (Morgan) och i Etiska Rådet för Betalteletjänster.

Värdering – Base-case

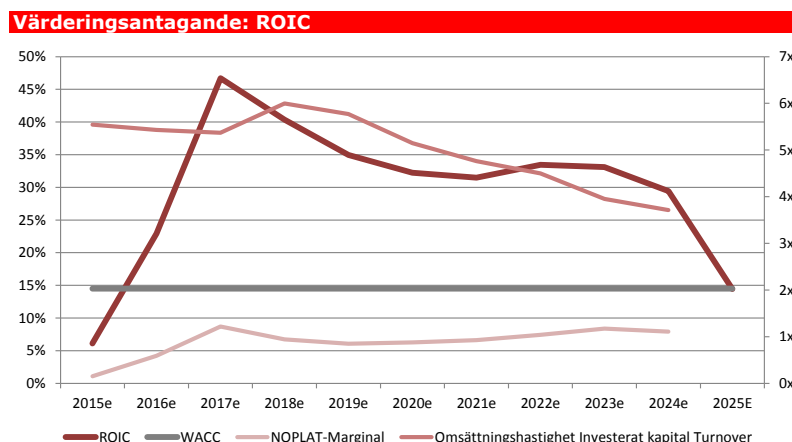
Vårt motiverade värde i ett Base-case korrigeras ned till 4,0 (4,2) SEK per aktie. Anledningen till det är att vår antagna WACC, given av vår Rating modell, har höjts till 14,5 (13,6) procent till följd av förändringar i styrelsen. Aktieutvecklingen har varit väldigt stark för West sedan vi tog upp vår analysbevakning av bolaget. Vi anser att detta dels beror förbättrade resultat men också att fler investerare har fått upp ögonen för West, vilket leder till att förväntningarna på bolaget har ökat. Vi finner givet vårt huvudscenario att bolaget är rättvist värderad kring dagens nivåer.

Vårt motiverade värde revideras ned till 4,0 SEK per aktie främst på grund av förändringar i vår rating

West International Base-case				
Antaganden:	2014-24	(09-14)	DCF-värde	
CAGR försäljning	13%	2%	WACC	14,5%
EBITD-marginal (medel)	10%	-1%	Nuvärde av FCF	24
ROIC (medel)	31%	-20%	Nuvärde av Terminal Value	45
Terminal			EV	69
Terminal tillväxt av FCF	4,0%		Nettokassa	6
Terminal EBITDA-marginal	17%		Minoritetsäggande	0
Terminal ROIC	14%		Utdelningskorrigering	0
EV/EBIT exit multipel	6x		DCF-värde	75
			Motiverat värde per aktie	4,0
			Dagens aktiekurs	4,0
			Potential/Risk	0%

Source: Redeye Research

I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 13 procent mellan åren 2014-2024 och en genomsnittlig EBITDA-marginal på 10 procent. Vidare antar vi att marginalen är expanderande då bolagets affärsmodell inom Kortterminaler är skalbar och uppgår till 17 procent i mognadsfasen. Vi väljer att anta en terminal tillväxt av FCF på 4 procent, vilket är i nivå med BNP då bolaget efter 10 år har en så pass stor andel av marknaden att tillväxten krymper nedåt. Våra antaganden under mognadsfasen indikerar en ROIC (Return On Invested Capital) på 14 procent, vilket är i höjd med bolagets WACC. Detta antagande finner vi vara både konservativt och sannolikt. Nedgången i ROIC antar vi framförallt kommer att komma från en ökad mängd underhålls-CAPEX i form av utveckling, vilket syns av en antagen sjunkande omsättningshastighet av det investerade kapitalet.



Källa: Redeye Research

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 7,0 SEK per aktie, 77 procent potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 1,3 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om -67 procent.

Case scenario valuation range		
Case	Motiverat värde	Risk/Potential
Bull-case	7,0	77%
Base-case	4,0	1%
Bear-case	1,3	-67%

Source: Redeye Research

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

Katalysatorer för värdeökning

I närtid 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 en nya geografiska marknad.

Känslighetsanalys

En känslighetsanalys är alltid bra att utföra på de antaganden som ligger till grund för en DCF-modell. En känslighetsanalys kan även visa på vilka ungefärliga fundamentala antaganden som ligger diskonterade i dagens aktiekurs.

		Motiverat värde per aktie				
		CAGR-försäljning 2014-24				
		10%	12%	13%	14%	16%
WACC	13%	4,2	4,8	5,1	5,5	5,9
	14%	3,4	4,2	4,5	4,8	5,1
	15%	3,0	3,7	4	4,3	4,6
	16%	2,7	3,3	3,5	3,8	4,0
	17%	2,4	3,0	3,2	3,4	3,6

Källa: Redeye Research

Värderingen är självklart känslig för antaganden om WACC och försäljningstillväxt. I denna känslighetsanalys varierar dessa antaganden. Vi ser här att en ökad försäljningstillväxt mellan åren 2014-22 har en relativt liten inverkan på värderingen, skulle CAGR öka till 16 procent under denna period indikeras ett motiverat värde på omkring 4,6 SEK per aktie. WACC:en påverkar värderingen väldigt kraftigt, skulle en WACC runt 13 procent antas indikerar detta ett aktiepris på 5,1 SEK per aktie.

		Motiverat värde per aktie				
		EBITDA-marginal medel (2015-2024)				
		8%	9%	10%	12%	13%
WACC	13%	3,1	4,2	5,2	6,1	7,0
	14%	2,6	3,6	4,5	5,4	6,2
	15%	2,2	3,1	4	4,7	5,5
	16%	1,9	2,7	3,5	4,2	5,0
	17%	1,7	2,4	3,1	3,8	4,5

Källa: Redeye Research

En genomsnittlig EBITDA-marginal på 13 procent skulle indikera ett aktiepris på 5,5 SEK

Värderingen i West är känslig för förändringar i den uthålliga lönsamheten. Idag antar vi i att bolaget kommer att hålla en EBITDA-marginal runt 10 procent under vår prognosperiod, dock antar vi att den är ökande under perioden och uppgår till 17 procent i mognadsfasen. Skulle vi öka våra marginalantaganden med omkring 2 procentenheter skulle detta indikera en aktiekurs på närmare 5,5 SEK.

		Motiverat värde per aktie				
		EBITDA-marginal medel (2015-2024)				
		8%	9%	10%	12%	13%
CAGR-Sales 2014-24	10%	1,8	2,8	3,5	4,2	4,9
	12%	2,2	2,9	3,7	4,5	5,2
	13%	2,3	3,1	4	4,8	5,6
	14%	2,4	3,4	4,3	5,2	6,0
	16%	2,5	3,6	4,6	5,5	6,4

Källa: Redeye Research

Vi finner att marknaden idag diskonterar en framtida försäljningstillväxt i regionen 10 procent, vilket vi också ser som sannolikt. Marknaden prisar samtidigt in en framtida EBITDA-marginal i höjd med våra antaganden. Sett till vårt huvudscenario finner vi således att aktien är rättvist prissatt idag.

Investment Case

West är ett bolag som har förändrats kraftigt de senaste åren. Tack vare investeringar i segmentet Kortterminaler har bolaget kraftigt förbättrat sin lönsamhet i form av en bruttomarginalsexpansion. Bolaget har på tre år lyckats uppnå en marknadsandel på omkring 7 procent av nyförsäljningen av kortterminaler i Sverige. Vi uppskattar att den totalmarknaden i Sverige är värd närmare 320 MSEK på årsbasis.

West:s Kortterminaler ligger i framkanten vad gäller teknik, säkerhet och funktion samt är konkurrenskraftigt prissatta. Vi anser att bolaget har goda möjligheter att fortsätta ta marknadsandelar i Sverige. Bolaget ämnar lansera sina terminaler på ytterligare geografiska marknader. Vi ser främst Finland och Norge som de sannolika kandidaterna. När SEPA regelverket är sjösatt öppnas det upp ytterligare expansionsmöjligheter inom Europa. Idag står Kortterminaler för omkring 50 procent av omsättningen. Vi ser en marginalexpansion i takt med att Kortterminaler står för en allt större andel av intäkterna. Inom 3 år ser vi sannolikt att andelen uppgår till 75 procent. Uppköp inom betal sektor är relativt vanligt. Framförallt är det Ingencio och VeriFone som har konsoliderat branschen. Men även PSP:er (Payment-Service-Provider) så som Nets har förvärvat terminalleverantörer. Uppköp har historiskt skett till högre multiplar än vad West handlas till idag.

I Sverige finns det förutom West enbart 3-4 andra aktörer på Kortterminalmarknaden. Störst aktör är VeriFone och Ingenico är nummer två. Världsmarknaden är starkt dominerad av dessa två spelare. En av de främsta anledningarna till att det bara finns ett fåtal aktörer på en så pass stor marknad är att befintliga aktörer, så som West, skyddas av höga inträdesbarriärer. De regulatoriska kraven på Kortterminaler är väldigt höga. Terminalerna måste godkännas enligt kortföretagens regelverk samt ett flertal regionala och internationella säkerhetsstandards. Detta skapar rejäla inträdesbarriärer. En ytterligare inträdesbarriär som vi har identifierat är en inlåsnings effekt hos kunder. Kunder till West är PSP:er. En PSP har en utvecklad mjukvara i form av en betalväxel som behöver integreras med mjukvaran i kortterminalen som tillhandahålls av West, därefter måste dessa certifieras tillsammans enligt olika säkerhetsstandards. Efter att en PSP, som säljer vidare Kortterminalen till näringsidkare, börjat sälja en terminal från en leverantör vill de därför helst undvika att byta. Detta leder till en inlåsnings effekt hos West:s kunder då de inte gärna byter leverantör av terminaler. Denna inlåsnings effekt skapar både tillväxtpotentialer och lönsamhetspotential för West.

Bolaget har uttalat ett mål om en internationell expansion. Detta kommer att kosta pengar i form av investeringar i utveckling. Vi uppskattar att det kommer behövas omkring 3 MSEK i investeringar per land. Det finns naturligtvis en risk att den internationella expansionen inte faller väl ut. Sannolikt kommer ytterligare kapital behövas för denna expansion, antingen genom lånefinansiering eller genom att ta in externt kapital. Detta

beror även givetvis på hur aggressivt bolaget väljer att etablera sig på nya marknader. West:s försäljning påverkas av konjunkturen i viss mån. Kassautrustning är mer känslig för konjunkturella svängningar än de övriga två segmenten. Skulle en konjunkturedgång ske påverkar även detta försäljningen hos West negativt.

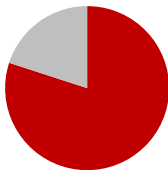
Sammanfattning Redeye Rating

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:

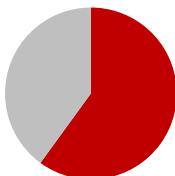
Vår rating har förändras efter byten i bolagets styrelse.

Ledning 8,0p



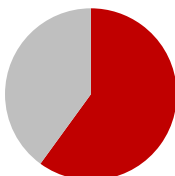
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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

Ägarskap 6,0p



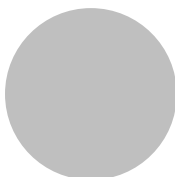
Styrelse, VD och CFO tillsammans ett stort ägande i bolaget. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt fokus. Vi skulle självklart gärna se institutioner som ägare men är medvetna om att ett bolag av West:s storlek sällan får den typen av ägare.

Tillväxtutsikter 6,0p



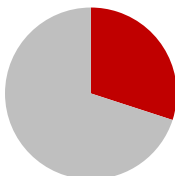
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt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

Lönsamhet 0,0p



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

Finansiell styrka 3,0p



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

Resultaträkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	44	68	84	101	124
Summa rörelsekostnader	-45	-65	-77	-92	-110
EBITDA	-1	3	6	9	14
Avskrivningar materiella tillg.	0	0	0	0	0
Avskrivningar immateriella tillg.	-5	-5	-5	-4	-3
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-6	-2	1	4	11
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-6	-3	0	4	11
Skatt	1	1	0	0	0
Nettoresultat	-5	-2	1	4	11
Balansräkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	1	6	3	3	11
Kundfordringar	12	19	11	18	22
Lager	3	9	11	13	16
Andra fordringar	1	2	3	4	5
Summa omsättn.	18	37	28	38	54
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Materiella anl.tillg.	1	0	0	1	1
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	8	5	6	7	11
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	9	5	6	8	12
Uppsk. skatteford.	4	5	5	5	5
Summa tillgångar	30	47	38	51	70
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	7	20	13	18	25
Kortfristiga skulder	1	1	0	1	0
Övriga kortfristiga skulder	5	5	3	6	9
Summa kort. skuld	13	26	17	25	34
Ränteb. skulder	0	0	0	0	0
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	13	26	17	25	34
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	1	1	1	1
Eget kapital	17	21	21	25	36
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	17	21	21	25	36
Summa skulder och E. Kap.	30	47	38	51	70
Fritt kassaflöde	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	44	68	84	101	124
Sum rörelsekost.	-45	-65	-77	-92	-110
Avskrivningar	-5	-5	-5	-4	-3
EBIT	-6	-2	1	4	11
Skatt på EBIT	1	0	0	0	0
NOPLAT	-4	-2	1	4	11
Avskrivningar	5	5	5	4	3
Bruttokassaflöde	1	3	6	9	14
Föränd. i rörelsekap	-2	-2	-2	-3	1
Investeringar	-4	-2	-6	-6	-7
Fritt kassaflöde	-5	0	-3	0	8
Kapitalstruktur	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Soliditet	56%	44%	55%	50%	51%
Skuldsättningsgrad	4%	3%	0%	3%	0%
Nettoskuld	-1	-6	-3	-2	-11
Sysselsatt kapital	16	15	19	23	26
Kapit. oms. hastighet	1.5	1.4	2.2	2.0	1.8
Tillväxt	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Försäljningstillväxt	8%	53%	23%	21%	23%
VPA-tillväxt (just)	0%	0%	-125%	747%	154%

DCF värdering	WACC	14,5 %	Kassaflöden, MSEK
			NPV FCF (2015-2017)
			NPV FCF (2018-2024)
			NPV FCF (2025-)
			Rörelsefrämjade tillgångar
			Räntebärande skulder
			Motiverat värde MSEK
			75

Antaganden 2015-2021	Genomsn. förs. tillv.	11,4 %	Motiverat värde per aktie, SEK	4,0
	FRIT-marginal	8,9 %	Börskurs, SEK	3,9

Lönsamhet	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE	-29%	-11%	2%	18%	35%
ROCE	-32%	-11%	4%	18%	35%
ROIC	-31%	-10%	6%	23%	47%
EBITDA-marginal	-1%	4%	7%	9%	11%
EBIT-marginal	-13%	-3%	1%	4%	9%
Netto-marginal	-10%	-3%	1%	4%	9%

Data per aktie	2013	2014	2015E	2016E	2017E
VPA	0,00	-0,11	0,03	0,23	0,57
VPA just	0,00	-0,11	0,03	0,23	0,57
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	0,00	-0,30	-0,13	-0,12	-0,56
Antal aktier	0,00	18,78	18,92	18,92	18,92

Värdering	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Enterprise Value	-0,5	49,7	70,3	70,6	62,3
P/E	0,0	-28,0	145,4	17,2	6,8
P/S	0,0	0,8	0,9	0,7	0,6
EV/S	0,0	0,7	0,8	0,7	0,5
EV/EBITDA	0,9	16,7	11,4	8,2	4,5
EV/EBIT	0,1	-23,2	80,2	16,6	5,8
P/BV	0,0	2,7	3,4	2,9	2,0

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	13/15e
1 mån	-2,8 %	Omsättning
3 mån	29,3 %	Rörelseresultat, just
12 mån	-	V/A, just
	99 999 999 9	0,0 %
	00,0 %	

Aktiestructur %	Röster	Kapital
NORDNET PENSIONSFÖRSÄKRING AB	22,9 %	22,8 %
FAMILJEN ROGGENTIN MED BOLAG	9,5 %	10,2 %
AVANZA PENSION	6,4 %	6,4 %
JÖRGEN NORDLUND (PRIVAT OCH MED BOLAG)	6,0 %	6,0 %
GÖRAN SPARRDAL	5,7 %	5,7 %
LINDHEM INVEST AB (HANS JOHANSSON)	5,2 %	5,2 %
FORCE C INVESTMENT (GÖRAN NORDLUND)	3,7 %	4,9 %
STEN KARLSSON (PRIVAT, FAMILJ. BOLAG)	3,7 %	4,8 %
ROGER ANDERSSON	3,4 %	3,7 %

Aktien	WINT.ST
Reuterskod	WINT.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	3,9
Antal aktier, milj	18,8
Börsvärde, MSEK	72,9

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

Nästkommmande rapportdatum	August 28, 2015
Q2 report	August 28, 2015
Q3 report	November 19, 2015
FY 2015 Results	February 19, 2016

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

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)																																										
<table border="1"> <caption>Omsättning & Tillväxt (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Omsättning</th> <th>Försäljningstillväxt</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>40</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>45</td> <td>15%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>70</td> <td>55%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>85</td> <td>30%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>100</td> <td>30%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>125</td> <td>30%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning	Försäljningstillväxt	2012	40	10%	2013	45	15%	2014	70	55%	2015E	85	30%	2016E	100	30%	2017E	125	30%	<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>2012</td> <td>-5</td> <td>-10%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>-5</td> <td>-10%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>-2</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>1</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>4</td> <td>8%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>11</td> <td>10%</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just	EBIT just-marginal	2012	-5	-10%	2013	-5	-10%	2014	-2	0%	2015E	1	5%	2016E	4	8%	2017E	11	10%
År	Omsättning	Försäljningstillväxt																																									
2012	40	10%																																									
2013	45	15%																																									
2014	70	55%																																									
2015E	85	30%																																									
2016E	100	30%																																									
2017E	125	30%																																									
År	EBIT just	EBIT just-marginal																																									
2012	-5	-10%																																									
2013	-5	-10%																																									
2014	-2	0%																																									
2015E	1	5%																																									
2016E	4	8%																																									
2017E	11	10%																																									
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>2012</td> <td>0.0</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>0.0</td> <td>0.0</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>-0.1</td> <td>-0.1</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>0.1</td> <td>0.1</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>0.3</td> <td>0.3</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>0.6</td> <td>0.6</td> </tr> </tbody> </table>	År	VPA	VPA (just)	2012	0.0	0.0	2013	0.0	0.0	2014	-0.1	-0.1	2015E	0.1	0.1	2016E	0.3	0.3	2017E	0.6	0.6	<table border="1"> <caption>Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)</caption> <thead> <tr> <th>År</th> <th>Soliditet</th> <th>Skuldsättningsgrad</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2012</td> <td>50%</td> <td>25%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>55%</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>45%</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>55%</td> <td>0%</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>50%</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>50%</td> <td>0%</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet	Skuldsättningsgrad	2012	50%	25%	2013	55%	5%	2014	45%	5%	2015E	55%	0%	2016E	50%	5%	2017E	50%	0%
År	VPA	VPA (just)																																									
2012	0.0	0.0																																									
2013	0.0	0.0																																									
2014	-0.1	-0.1																																									
2015E	0.1	0.1																																									
2016E	0.3	0.3																																									
2017E	0.6	0.6																																									
År	Soliditet	Skuldsättningsgrad																																									
2012	50%	25%																																									
2013	55%	5%																																									
2014	45%	5%																																									
2015E	55%	0%																																									
2016E	50%	5%																																									
2017E	50%	0%																																									
Produktområden	Geografiska områden																																										
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning																																										
<p>Kristoffer.Lindström äger aktier i bolaget West International: Nej</p> <p>Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.</p>	<p>West levererar smarta transaktions- och betalningslösningar som hjälper bolagets kunder att effektivisera handeln i fysiska miljöer. Kunderna utgörs av systemintegratörer, distributörer samt slutkunder inom områdena handel och besöksnäring. West grundades 1988 och är noterat på Nasdaq OMX First North sedan 2007. Huvudkontoret ligger i Upplands Väsby och där finns drygt 20 anställda inom försäljning, projektledning, utveckling, inköp, lager och service.</p>																																										

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad finansiell rådgivare inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna Technology och Life Science. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys och 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

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

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

Angående Redeyes analysbevakning

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

Rating/Rekommendationsstruktur

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

Redeye Rating (2015-05-28)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	30	29	14	7	16
3,5p - 7,0p	52	47	68	31	34
0,0p - 3,0p	2	8	2	46	34
Antal bolag	84	84	84	84	84

*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.