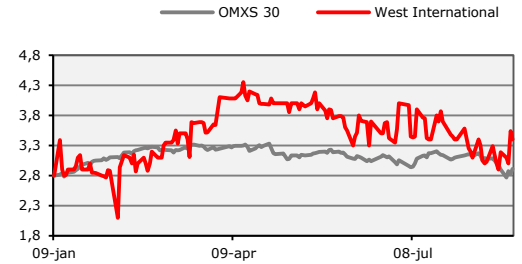
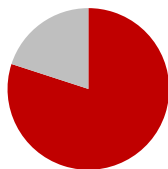


Sammanfattning
West International (WINT.ST)

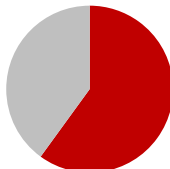
Geografisk expansion är nyckeln

- West rapport för det andra kvartalet levde i det närmaste upp till våra förväntningar. Bolaget rapporterade en nettoomsättning på 23,2 (prognos 22,2) MSEK samt en EBITDA-marginal på 11,8 (prognos 13,5) procent. Justerat för valutakurseffekter om -0,6 MSEK uppgick marginalen till starka 14,4 procent.
- På grund av ett något svagt orderläge, jämfört med samma period 2014, väljer vi att trimma våra prognoser något och ser en möjlig svaghet i närtid. Långsiktigt är vi klart positiva till West med den stundande geografiska expansionen runt hörnet.
- Vårt motiverade värde, i ett Base-case, justeras ned till 3,9 (4,00) SEK per aktie som en följd av våra prognosjusteringar. Givet vårt huvudscenario finns det en viss kurspotential från dagens nivåer. En lyckad geografisk expansion under 2016 ser vi som nyckeln för en stark värdetillväxt i bolaget.

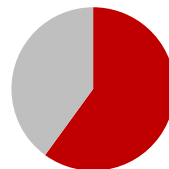
Lista: 64 MSEK
 Börsvärde: Information Technology
 Bransch: Sten Karlsson
 VD: Tomas Rudenstam
 Styrelseordf:


Redeye Rating (0 – 10 poäng)
Ledning


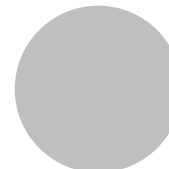
8,0 poäng

Ägarskap


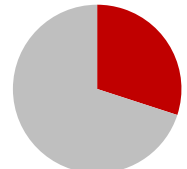
6,0 poäng

Tillväxtutsikter


6,0 poäng

Lönsamhet


0,0 poäng

Finansiell styrka


3,0 poäng

Nyckeltal

	2013	2014	2015E	2016E	2017E	Fakta	
Omsättning, MSEK	44	68	78	93	115	Aktiekurs (SEK)	3,4
Tillväxt	8%	53%	15%	19%	24%	Antal aktier (milj)	18,8
EBITDA	-1	3	4	7	13	Börsvärde (MSEK)	64
EBITDA-marginal	Neg	4%	5%	8%	11%	Netto kassa (MSEK)	2
EBIT	-6	-2	-1	3	10	Free float (%)	30 %
EBIT-marginal	Neg	Neg	Neg	3%	9%	Dagl oms. ('000)	100
Resultat före skatt	-6	-3	-2	3	10		
Nettoreultat	-5	-2	-2	3	10		
Nettomarginal	Neg	Neg	Neg	3%	9%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	Analytiker:	
VPA	0,00	-0,11	-0,10	0,16	0,54	Kristoffer Lindström	
P/E	0,0	Neg	Neg	21,0	6,3	kristoffer.lindstrom@redeye.se	
EV/S	0,0	0,7	0,8	0,7	0,5		
EV/EBITDA	0,9	16,7	15,3	8,9	4,3		

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.

Kortsiktigt svagt, långsiktigt intakt

Vårt motiverade värde i
Base-case uppgår till 3,9
SEK per aktie

Korrigerad EBITDA-
marginalen landat på
14,4 procent vilket visar
på styrka

West Internationals rapport för årets andra kvartal bjöd inte på några större överraskningar. Omsättning ökade med 18 procent jämfört med föregående år och EBITDA-marginalen uppgick till 11,8 procent. Rapporten var i linje med våra förväntningar men vi anser att orderläget ser något svagt ut, vilket gör att vi trimmar våra prognoser för kommande kvartal.

Fortsätter leverera, underliggande starkt

Den rapporterade omsättningen uppgick till 23,2 MSEK. Detta var 4 procent högre än vår prognos. Tillväxt var stark och driven primärt av en ökad försäljning inom Kortterminaler. Resultatet tyngdes av valutaeffekter om -0,6 MSEK. Justerat för detta uppgick marginalen under kvartalet till 43,1 procent vilket var över vår förväntan. Det rapporterade resultatet var något svagare än vår prognos, vilket berodde på en lägre bruttomarginal samt något högre SG&A. Då West köper in sina kortterminaler i dollar påverkas de av valutakurssvängningar. En stor andel av leveranserna under kvartalet var även till ABSA Bank, vilket påverkar bruttomarginalen något negativt. Den justerade EBITDA-marginalen landade på starka 14,4 procent, vilket visar på en underliggande styrka.

Estimat vs. Utfall				
MSEK	2014 Q2	2015 Q2E	2015 Q2A	Diff %
Nettoomsättning	19,7	22,2	23,2	4%
COGS	11,3	13,1	13,8	5%
% försäljning	57%	59%	59%	
Bruttovinst	8,4	9,1	9,4	3%
Valutakurs förluster	-0,2	0,0	-0,6	
SG&A	5,8	6,1	6,7	9%
% försäljning	29%	28%	29%	
EBITDA	2,6	3,0	2,7	-9%
EBIT	1,3	1,7	1,4	
Tillväxt omsättning		13%	18%	
Bruttomarginal		41,1%	40,6%	
EBITDA-marginal		13,5%	11,8%	
EBIT-marginal		7,6%	6,1%	
Just. Bruttomarginal			43,1%	
Just. EBITDA-marginal			14,4%	
Just. EBIT-marginal			8,7%	

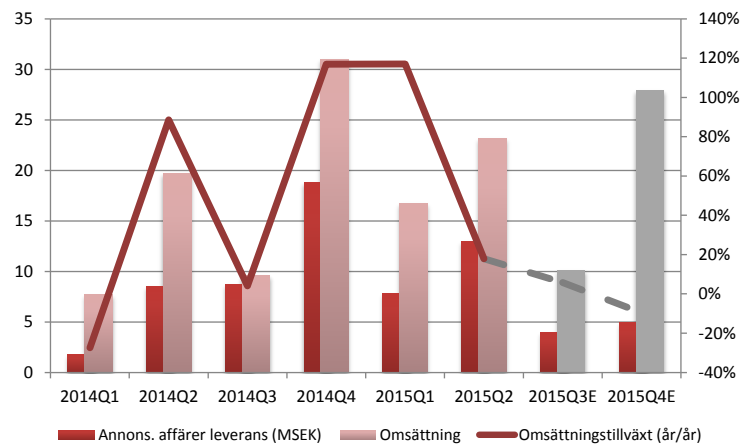
Källa: Redeye Research

Färre annonserade affärer och starka jämförelsekvartal framöver

Q3 brukar vara Wests svagaste kvartal med en lägre omsättning i absoluta tal. Hittills har bolaget annonserat affärer med leverans under Q3 på omkring 4 MSEK, vilket motsvarar ett tapp med -54 procent jämfört med Q3 2014. Jämfört med för ett år sedan har dock West stärkt sina repetitiva intäkter, vilket gör att vi ändå räknar med tillväxt. Bolaget har även nyligen annonserat en affärer för leverans på närmare 5 MSEK till ABSA Bank under Q4. Sammantaget ser dock orderläget idag svagare ut än vad det gjorde för ett år sedan, vilket gör att vi trimmar våra prognoser något.

Vi räknar på en lägre tillväxt i kommande kvartal

Annonserade affärer för leverans, omsättning & tillväxt



Källa: West International & Redeye Research

Vi räknar med att Wests bruttomarginal fortsatt kommer att påverkas negativt av valutakursfluktuationer under nästkommande kvartal och räknar med en bruttomarginal på omkring 41 procent. EBITDA-resultatet kommer högst sannolikt att vara negativ då SG&A håller sig på liknande nivåer som under Q2. Vi räknar med en tillväxt runt 6 procent i Q3 drivet av en större installerad bas av terminaler som höjer den repetitiva intäktsdelen i bolaget.

Kvartalsestimat - West International

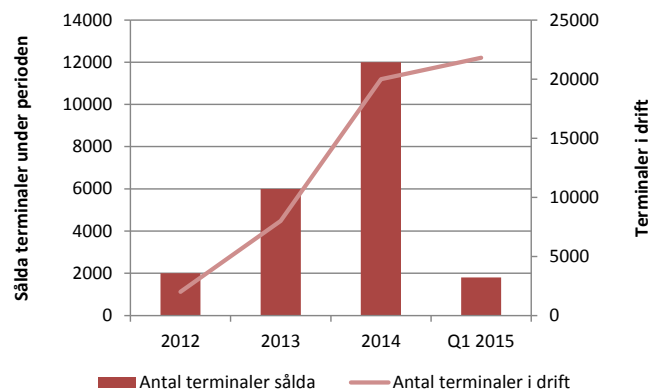
MSEK	2014 Q3	2015 Q3E
Nettoomsättning	10	10
Bruttovinst	4	4
EBITDA	-1	-2
EBIT	0	-3
Netto resultat	-2	-3
Tillväxt omsättning		6%
Bruttomarginal	41%	41%
EBITDA-marginal	-14%	-19%
EBIT-marginal	-1%	-32%

Källa: Redeye Research

Repetitiva intäkter växer starkt

Wests genererar intäkter på kortterminalsidan både genom försäljningen av terminalerna samt serviceintäkter per månad. Vi uppskattar att West erhåller serviceavgifter på 40-70 SEK per terminal i månaden. Bolaget rapporterar inte löpande hur många terminaler de har sålt men detta fanns med i en investerarpresentation som går att se på deras hemsida. Under 2014 sålde West omkring 12 000 stycken terminaler och under Q1 2015 ungefär 1 800 terminaler. Hittills har bolaget sålt nästan 22 000 terminaler. Vid vår estimering av serviceavgifterna antar vi att alla hittills sålda terminaler är i drift och att snittintäkten uppgår till 55 SEK/månad.

Antal sålda terminaler samt antal i drift (estimat)

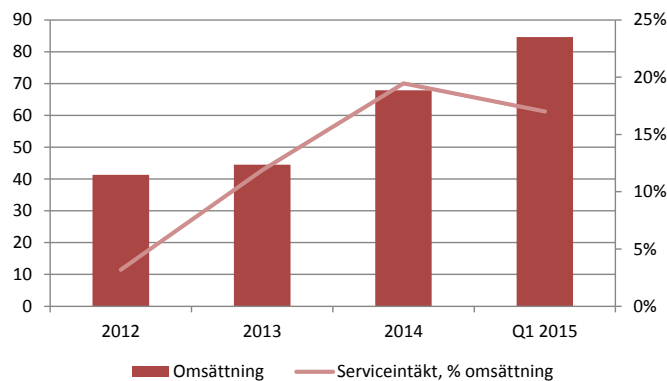


Sannolikt närmare 22 000 terminaler i drift

Källa: Redeye Research, West International

De 22 000 terminaler som är i drift borde generera närmare 14 MSEK i serviceintäkter under helåret. Sett till bolagets rullande 12 månaders omsättning motsvarar detta omkring 17 procent av omsättningen. Enligt vår bedömning stod den repetitiva andelen av intäkter under 2012 för 2,5 procent och idag mellan 15-18 procent av den totala omsättningen. Denna utveckling är en av nycklarna till Wests fortsatta lönsamhetsförbättring. En större bas av installerade terminaler kommer att leda till allt högre servicerelaterade intäkter ökad stabilitet och sannolikt högre marginaler.

Omsättning, serviceintäkt % av omsättning (estimat)



Vi räknar med omkring 14 MSEK i repetitiva intäkter under 2015

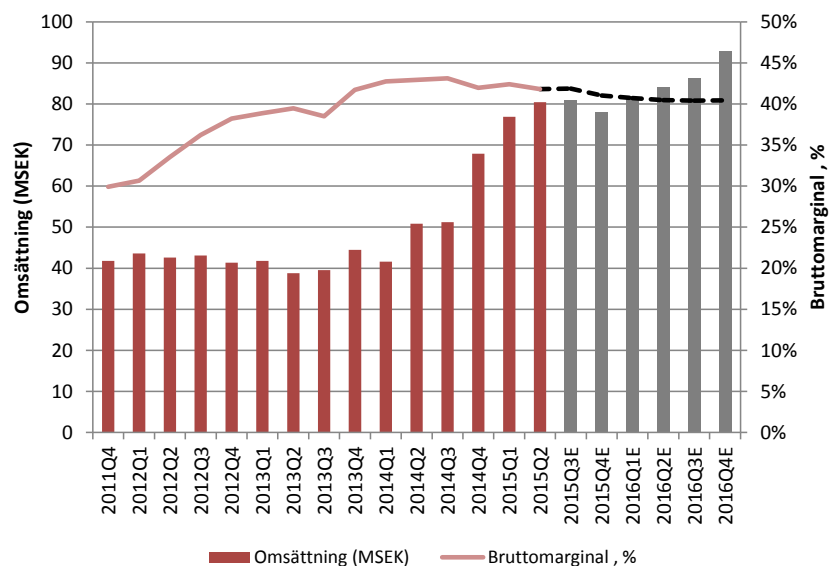
Källa: Redeye Research, West International

Bruttomarginal relativt stabil men...

West har en relativt säsongbetonad försäljning med kraftiga svängningar av kvartalsresultatet. För att se igenom bruset räknar vi hellre på siffror baserade på rullande 12 månader, alltså de fyra senaste kvartalen. Vi har tidigare skrivit om Wests affärsmodell som skalbar och fortsatt ökad försäljning inom Kortterminaler borde leda till en bruttomarginalsförbättring. Utvecklingen för bruttomarginalen har de senaste kvartalen varit relativt stagnerad mellan 40-43 procent. Bolaget har påverkats av valutaeffekter och dessa har inte i sin helhet gått att kompensera med prishöjningar till kunder. Vi räknar framöver med att bruttomarginalen håller sig strax över 40 procent.

Bruttomarginalen har varit stabil mellan 40-43 procent

R12M: Omsättning (MSEK) & Bruttomarginal, %



Källa: West International & Redeye Research

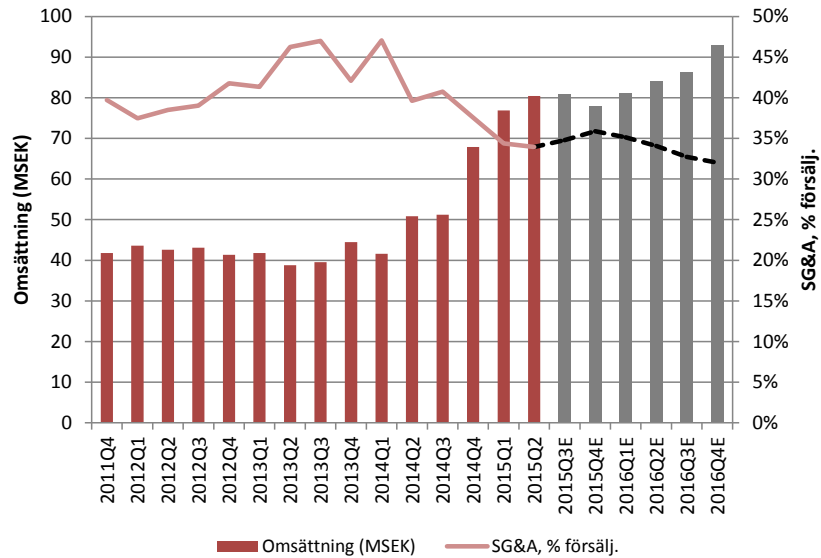
.... skalbarhet syns i personal- och övriga kostnader

Den största fördelen med Wests affärsmodell, enligt vår mening, är att de utnyttjar cloudbaserad service. Detta betyder att all service av bolagets levererade terminaler kan skötas av tekniker centralt stationerad på huvudkontoret. Många konkurrenter så som Verifone har istället en mängd tekniker i fält. West servicestruktur medför att relativt lite ny personal behövs för att "underhålla" bolagets växande intäktsströmmar och leder till en skalbarhet.

Detta resonemang går tydlig att se då vi ställer omsättningen och SG&A i relation till varandra, på rullande 12 månaders basis. Sedan 2013 har SG&A, som andel av försäljningen, varit i det närmaste konstant nedgång. Alltså har bolaget inte behövt öka antalet anställda eller övriga kostnader nämnvärt trots en stark försäljningstillväxt.

Vi räknar med att denna utveckling kommer att fortsätta framöver. Vi ser, som tidigare nämnt, Wests affärsmodell inom Kortterminaler som klart skalbar då en sannolik försäljningstillväxt även kommer att leda till en marginalexpansion.

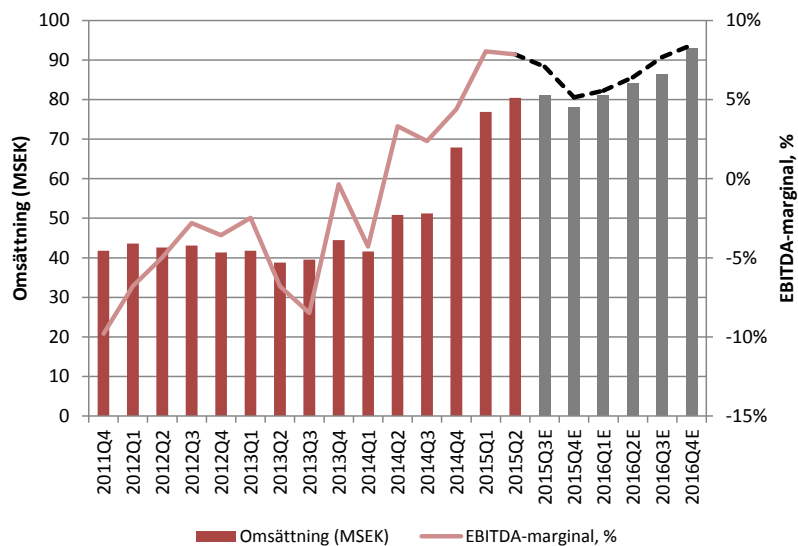
R12M: Omsättning (MSEK) & SG&A, % försälj.



Källa: West International & Redeye Research

Skalbarheten går även att utläsa genom att se till bolagets EBITDA-marginal, räknat på rullande 12 månader, som har stärkts kraftigt genom den ökande andelen försäljning av kortterminaler.

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



Källa: West International & Redeye Research

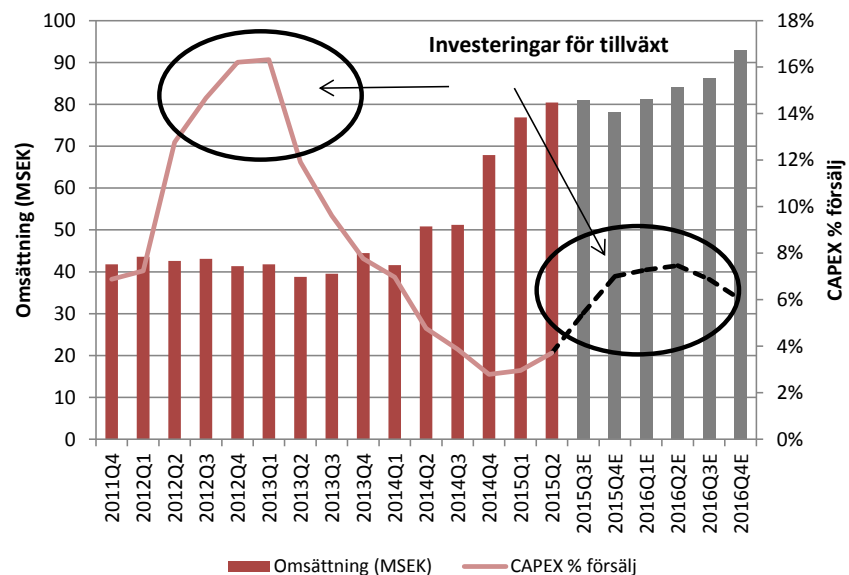
Investeringar för framtida tillväxt

Investeringarna under Q1 och Q2 har legat på totalt omkring 2 MSEK. Sett till historiken de senaste kvartalen är detta något högt. Vi bedömer att dessa investeringar är relaterade till den framtida internationella expansionen då utveckling krävs för att anpassa West terminaler till regelverken i andra länder.

Vi ser Finland och Norge som de mest sannolika marknaderna där bolaget kan lansera sina produkter i närtid. Under 2012-2013 investerade West mycket i utveckling av sina terminaler, vilket också har lett till den goda försäljningsökningen som bolaget upplevt de senaste åren. Vi anser att dagens förhöjda investeringstakt kommer att gynna bolagets framtid då det sannolikt kommer att leda till en fortsatt hög tillväxt genom den internationella lanseringen.

God kapitalallokering av bolaget då de investerar för tillväxt

R12M: Omsättning (MSEK) & CAPEX % försälj



Källa: West International & Redeye Research

Estimat för helåret

På grund av det något svagare orderläget väljer vi alltså att korrigera ned våra estimat något. Vi räknar med en omsättning för helåret som uppgår till 78 MSEK, vilket motsvarar en tillväxt på 15 procent med en EBITDA-marginal på 5 procent. Vi finner det som sannolikhet att när bolaget påbörjat sin internationalisering så kommer West stå inför en mycket god tillväxtresa med förbättrade marginaler. Vi räknar med en årlig tillväxt mellan 20-30 procent de närmaste åren genom den geografiska expansionen samt att West fortsätter ta marknadsandelar i Sverige, mycket drivet av emigrering till NFC teknik. Under 2017 räknar vi med att bolaget kan nå sina mål om en EBITDA-marginal runt 10 procent.

Vi har trimmat våra prognoser något

West International resultaträkning						
Base-case						
MSEK	2013	2014	2015e	2016e	2017e	2018e
Försäljning	44	68	78	93	115	150
COGS	-26	-39	-46	-55	-63	-82
Bruttovinst	19	28	32	38	52	68
SG&A	-19	-25	-28	-30	-39	-52
EBITDA	0	3	4	8	13	16
D&A	-5	-5	-5	-5	-3	-4
EBIT	-5	-2	-1	3	10	11
Finans Net	0	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-5	-3	-2	3	10	12
Skatt	1	1	0	0	0	-1
Nettovinst	-4	-2	-2	3	10	10

Tillväxt, marginaler och värde drivare

Försäljningstillväxt		53%	15%	19%	24%	30%
Bruttomarginal	42%	42%	41%	40%	45%	45%
EBITDA marginal	0%	4%	5%	8%	11%	10%
EBIT marginal	-12%	-3%	-2%	3%	9%	8%
CAPEX	4	2	6	6	6	8
NWC	4	6	8	10	9	12
ROIC	-31%	-10%	-9%	18%	48%	43%

Källa: Redeye Research & West International

I tabellen nedan kan en sammanställning över våra estimatförändringar, jämfört med föregående analys, ses. Resonemanget kring dessa förändringar går att läsa tidigare i denna analys.

Estimatförändringar		
MSEK	2015E	2016E
Försäljning		
Gammal	84	101
Ny	78	93
% Förändring	-7%	-8%
EBITDA		
Gammal	6	9
Ny	4	8
% Förändring	-33%	-13%
EBIT		
Gammal	1	4
Ny	-1	3
% Förändring	n.m	-23%

Källa: Redeye Research

NFC en tillväxt drivare

Under kvartalet lanserade West, som första kortterminals leverantör, kontantlösa betalningar för det svenska betalsystemet. VD Sten Karlsson genomförde den första NCF betalning med sitt Mastercard.

Kontantlösa betalningar innebär att kunden inte måste stoppa in sitt chip eller dra magnetremsan i terminalen vid betalning utan det räcker med ett enkelt kortsvep. Vid mindre belopp behövs ingen kod, likt ChipExpress, men för köp över ungefär 230 SEK används pinkod. West tillhandahåller infrastrukturen, själva finansiella risken och regelverket står kortbolagen för.

Under kvartalet lanserade West kontantlösa betalningar i det svenska betalsystemet

NCF kommer sannolikt att få ett starkt genomslag först i transaktionsintensiva miljöer och därefter till den breda marknaden. Fördelen att kunna betala med NFC på restauranger och pubar är stor. MasterCard och Visa har även som krav att alla nya terminaler som beställs från och 2017 skall ha stöd för NCF och vid 2020 skall alla terminaler i drift ha NCF. Detta leder sannolikt till att ett flertal handlare/butiker kommer att se över deras kortterminalslösning för att kunna anpassa sig till de nya kraven. Fördelar med NCF är ett mindre slitage på terminaler, ökad säkerhet, snabbare transaktioner och en enkelhet för konsumenter.

För att NCF skall få genomslag måste betalkorten gå att använda med tekniken. NCF är även den teknik som krävs för så kallade digitala plånböcker så som Apple Pay, vilken lanserades nyligen i England, Slovenien och Tjeckien. Danske Bank är första bank i Sverige att börja leverera kort med NFC kompatibilitet, tät följd av ICA bank. Vi ser ingen anledning att tro att andra banker inte kommer att följa efter och ge ut NFC kort. Idag har ungefär 10 procent av de utestående terminalerna i Sverige hårdvarukompatibilitet med NCF, medparten av dessa är från West. Pan Nordic Card Association bedömer att redan 2017 kommer denna siffra att stiga till närmare 50 procent. Detta är en klar tillväxt drivare de närmaste åren då de flesta aktörerna måste ändra sina terminaler i butik till NFC kompatibla.

Vi ser det som positivt att West är först bland kortterminalsleverantörerna med detta erbjudande. Den största aktören i Sverige VeriFone har NFC terminaler i andra länder så teknik finns även hos dem men inte i det svenska betalsystemet. Dock anser vi att det är ett viktigt budskap till marknaden, befintliga och potentiella kunder att West är en innovatör och uppstickare som ligger i framkant i vad det gäller nya lösningar inom kortbetalningsinfrastruktur. West satsade redan från start på NFC, allt som krävs nu för terminalägarna är en kostnadsfri programuppdatering så kan terminalen användas för NFC betalningar.

Skuldsättning och likviditet

Utvecklingen av likviditeten och skuldsättningsgraden har varit god de senaste kvartalen och stärktes ytterligare under Q2. Sett från utgången av 2014 har skuldsättningen minskat till 0,6x 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 12 MSEK. Vi ser kortsiktiga likviditetsrisker som små i dagsläget.

Förbättrad skuldsättning och likviditet

Likviditetsmått & skuldsättningsgrad							
	2012	2013	2014	2015 Q1	2015 Q2	2015e	2016e
Likvida medel	3	1	6	0	2	1	3
Kortfristiga fordringar	8	13	21	13	14	13	20
Outnyttjad Checkkredit	3	4	4	5	6	5	6
Varulager	4	3	9	12	9	10	12
Kortfristiga skulder	13	13	26	14	12	16	25
Kassalikviditet	1,0x	1,4x	1,2x	1,4x	1,9x	1,2x	1,2x
Balanslikviditet	1,3x	1,7x	1,6x	2,2x	2,7x	1,9x	1,7x
Skulder	13	13	26	14	12	16	25
Eget Kapital	14	17	21	20	21	19	22
Skuldsättningsgrad	0,9x	0,8x	1,2x	0,7x	0,6x	0,8x	1,1x

Källa: Redeye Research & West International

God kortsiktig likviditet enligt vår bedömning

Kassan uppgick vid utgången av kvartalet till 1,8 MSEK. Bolaget har också en outnyttjad checkkredit på 6 MSEK till sitt förfogande. Wests geografiska expansion kan leda till ett ökat kapitalbehov framöver men detta beror också hur aggressiv expansionen blir. Givet bolagets kassa och checkkredit finns det inget direkt behov av ytterligare finansiering i närtid enligt vår bedömning.

Värdering – Base-case

Vårt motiverade värde i ett Base-case korrigeras ned till 3,9 (4,0) SEK per aktie. Anledningen till det är trimningen av vår prognos de närmaste kvartalen. I vårt Base-case antar vi en CAGR av försäljningen på 16 procent mellan åren 2015-2024 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 13 procent, vilket är i höjd med bolagets WACC. Detta antagande finner vi vara både konservativt och sannolikt. Vi finner givet vårt huvudscenario en viss uppsida från dagens nivåer.

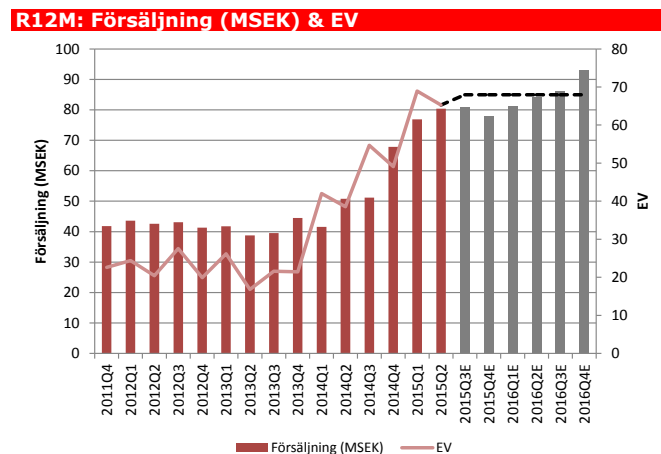
Vårt motiverade värde revideras ned till 3,9 SEK per aktie främst på grund av prognosförändringar

West International Base-case				
Antaganden:	2014-24	(09-14)	DCF-värde	
CAGR försäljning	16%	2%	WACC	14,5%
EBITDA-marginal (medel)	10%	-1%	Nuvärde av FCF	22
ROIC (medel)	30%	-20%	Nuvärde av Terminal Value	46
Mognadsfasen				
Terminal tillväxt av FCF	4,0%		EV	68
Terminal EBITDA-marginal	17%		Nettokassa	6
Terminal ROIC	13%		Minoritetsägande	0
			Utdelningskorrigering	0
			DCF-värde	74
			Motiverat värde per aktie	3,9
			Dagens aktiekurs	3,4
			Potential/Risk	13%

Source: Redeye Research

Störst värdetillväxt, sannolikt under H2 2016

Historiskt har värderingen i West följt omsättningsökningen väldigt nära, baserad på rullande 12 månader. Vi ser, som skrivet tidigare, en sannolik svaghet i närtid och att en internationella expansionen börjar bära frukt under H2 2016. Sannolikt kommer även värderingen av bolaget höjas på grund den ökade omsättningen när de nya försäljningsmarknaderna börjar ta fart. I diagrammet nedan ställs försäljningen, på rullande 12 månader, i relation till Enterprise Value av bolaget. Den streckade delen är vår Base-case värdering.



Källa: West International & Redeye Research

Bull- och Bear-case

I vårt optimistiska Bull-case värderar vi bolaget till 6,7 SEK per aktie, 95 procent potential. I vårt pessimistiska Bear-case värderar vi bolaget till 1,2 SEK per aktie, vilket motsvarar en risk på nedsidan om -65 procent.

Case scenario valuation range		
Case	Motiverat värde	Risk/Potential
Bull-case	6,7	95%
Base-case	3,9	13%
Bear-case	1,2	-65%

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 nya geografiska marknader, vilket vi ser som den sannolikt största värdehöjaren framöver.

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 mångt mycket större än West. Vi vill dock påvisa att en EV/Sales runt 2x inte är en omotiverad värdering för en POS-leverantör som West, när de väl har vuxit på sig och höjt sin lönsamhet. I ett relativperspektiv ser varken West uppenbart billig eller dyr.

Peer värdering West International (MSEK)										
Bolag	Mcap	EV	EV/Sales		EV/EBITDA		Omsättningstillväxt		EBITDA-marginal	
			2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Ingenico	62 760	66 859	3,2x	2,9x	14,1x	12,6x	43%	11%	23%	23%
VeriFone	30 148	35 514	2,1x	1,9x	12,5x	10,9x	16%	8%	17%	18%
Cardtronics	13 054	17 782	1,8x	1,6x	7,0x	6,4x	14%	7%	25%	26%
Pax	8 508	6 704	2,1x	1,7x	5,6x	4,5x	51%	21%	38%	38%
PSI Group	418	532	0,5x	0,5x	6,4x	5,6x	29%	0%	7%	8%
Medel	22 978	25 478	1,9x	1,7x	9,1x	8,0x	31%	10%	22%	23%
Median	13 054	17 782	2,1x	1,7x	7,0x	6,4x	29%	8%	23%	23%
West International	65	63	0,8x	0,7x	15,6x	8,0x	15%	19%	5%	8%

Källa: Bloomberg & Redeye Research

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				
		11%	12%	13%	14%	16%
WACC	13%	4,2	4,8	5,1	5,4	5,7
	14%	3,4	4,2	4,4	4,7	5,0
	15%	3,0	3,7	3,9	4,2	4,4
	16%	2,7	3,3	3,5	3,7	3,9
	17%	2,4	2,9	3,1	3,3	3,5

Källa: Redeye Research

Värderingen är självklart känslig för antaganden om WACC och försäljningstillväxt. I denna känslighetsanalys varieras dessa antaganden. Vi ser här att en ökad försäljningstillväxt mellan åren 2014-24 har en relativt liten inverkan på värderingen, skulle CAGR öka till 16 procent under denna period indikeras ett motiverat värde på omkring 4,4 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%	11%	12%
WACC	13%	3,0	4,1	5,1	6,0	6,9
	14%	2,5	3,5	4,4	5,3	6,1
	15%	2,1	3,0	3,9	4,7	5,5
	16%	1,9	2,6	3,4	4,2	4,9
	17%	1,6	2,3	3,0	3,8	4,4

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%	11%	12%
CAGR-Sales 2014-24	11%	1,8	2,7	3,4	4,1	4,8
	12%	2,1	2,9	3,7	4,4	5,1
	13%	2,2	3,1	3,9	4,7	5,5
	14%	2,3	3,3	4,2	5,1	5,9
	16%	2,4	3,5	4,5	5,4	6,3

Källa: Redeye Research

Vi finner att marknaden idag diskonterar en framtida försäljningstillväxt i regionen 11 procent, vilket vi finner är något i underkant. Marknaden prisar samtidigt in en framtida EBITDA-marginal i höjd med våra antaganden.

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 Ingenico 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.

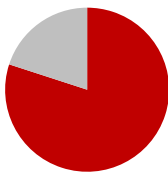
Sammanfattning Redeye Rating

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:

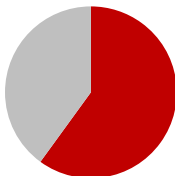
Här kommenterar vi manuellt förändringarna av värderingsnycklarna. Max 3 rader

Ledning 8,0p



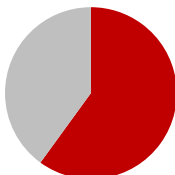
Vi bedömer West:s ledning som en av de främsta tillgångarna i bolaget. Framförallt när det gäller bolagets förmåga att investera i framtida tillväxt projekt som ökar värdet för aktieägare. Bolaget har sedan omkring fyra år fokuserat investeringarna till Kortterminal segmentet vilket vi finner positivt.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

Ägarskap 6,0p



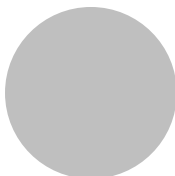
Ägarskapet i West är en annan av bolagets främsta styrkor, det goda betyget kommer främst från att både styrelse och ledningen i bolaget har stora äganden i bolaget. Styrelse, VD och CFO tillsammans äger närmare 37 procent av kapitalet. Vi finner detta som positivt då det bidrar med ett aktieägarvänligt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

Tillväxtutsikter 6,0p



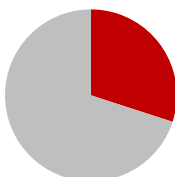
Vi finner möjligheterna till tillväxt som väldigt goda för bolaget. Fokus framöver kommer ligga kring Kortterminaler där bolaget har en stor möjlighet att ta ytterligare marknadsandelar samt lansera deras terminaler internationellt. Bolaget är nummer tre i Sverige men marknadsandelen är ändå inte direkt 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 West: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 nyckeltal 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	78	93	115
Summa rörelsekostnader	-45	-65	-74	-86	-102
EBITDA	-1	3	4	7	13
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	3	10
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	0	0	0	0	0
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-6	-3	-2	3	10
Skatt	1	1	0	0	0
Nettoreultat	-5	-2	-2	3	10
Balansräkning	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	1	6	1	3	8
Kundfordringar	12	19	10	17	21
Lager	3	9	10	12	15
Andra fordringar	1	2	3	4	5
Summa omsättn.	18	37	25	35	48
<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	10
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	9	5	6	7	11
Uppsk. skatteford.	4	5	5	5	5
Summa tillgångar	30	47	35	47	64
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	7	20	12	17	23
Kortfristiga skulder	1	1	0	2	0
Övriga kortfristiga skulder	5	5	3	6	8
Summa kort. skuld	13	26	16	25	31
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	16	25	31
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	1	1	1	1
Eget kapital	17	21	19	22	32
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	17	21	19	22	32
Summa skulder och E. Kap.	30	47	35	47	64
Fritt kassaflöde	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Omsättning	44	68	78	93	115
Sum rörelsekost.	-45	-65	-74	-86	-102
Avskrivningar	-5	-5	-5	-4	-3
EBIT	-6	-2	-1	3	10
Skatt på EBIT	1	0	0	0	0
NOPLAT	-4	-2	-1	3	10
Avskrivningar	5	5	5	4	3
Bruttokassaflöde	1	3	4	7	13
Föränd. i rörelsekap	-2	-2	-2	-2	1
Investeringar	-4	-2	-6	-5	-6
Fritt kassaflöde	-5	0	-4	-1	8
Kapitalstruktur	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Soliditet	56%	44%	54%	46%	50%
Skuldsättningsgrad	4%	3%	0%	11%	0%
Nettoskuld	-1	-6	-1	-1	-8
Sysselsatt kapital	16	15	18	21	24
Kapit. oms. hastighet	1.5	1.4	2.2	2.0	1.8
Tillväxt	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Försäljningstillväxt	8%	53%	15%	19%	24%
VPA-tillväxt (just)	0%	0%	-3%	-259%	232%

DCF värdering	WACC	14,5 %	Kassaflöden, MSEK
			NPV FCF (2015-2017)
			NPV FCF (2018-2024)
			NPV FCF (2025-)
			Rörelsefrämmande tillgångar
			Räntebärande skulder
			Motiverat värde MSEK
			73

Antaganden 2015-2021	Genomsn. förs. tillv.	12,1 %	Motiverat värde per aktie, SEK	3,9
	FRIT-marginal	9,0 %	Börskurs, SEK	3,4

Lönsamhet	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE	-29%	-11%	-10%	15%	38%
ROCE	-32%	-11%	-6%	15%	37%
ROIC	-31%	-10%	-9%	18%	48%
EBITDA-marginal	-1%	4%	5%	8%	11%
EBIT-marginal	-13%	-3%	-2%	3%	9%
Netto-marginal	-10%	-3%	-2%	3%	9%

Data per aktie	2013	2014	2015E	2016E	2017E
VPA	0,00	-0,11	-0,10	0,16	0,54
VPA just	0,00	-0,11	-0,10	0,16	0,54
Utdelning	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Nettoskuld	0,00	-0,30	-0,06	-0,03	-0,43
Antal aktier	0,00	18,78	18,91	18,91	18,91

Värdering	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Enterprise Value	-0,5	49,7	62,7	63,4	55,8
P/E	0,0	-28,0	-33,3	21,0	6,3
P/S	0,0	0,8	0,8	0,7	0,6
EV/S	0,0	0,7	0,8	0,7	0,5
EV/EBITDA	0,9	16,7	15,3	8,9	4,3
EV/EBIT	0,1	-23,2	-50,8	20,5	5,5
P/BV	0,0	2,7	3,4	2,9	2,0

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

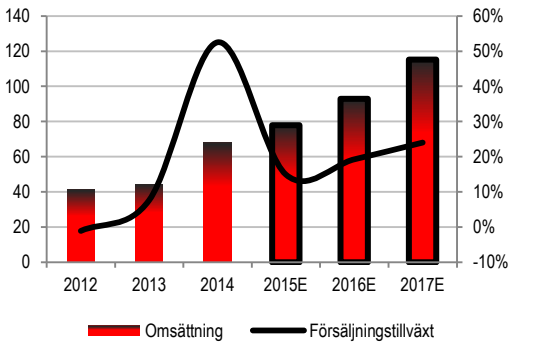
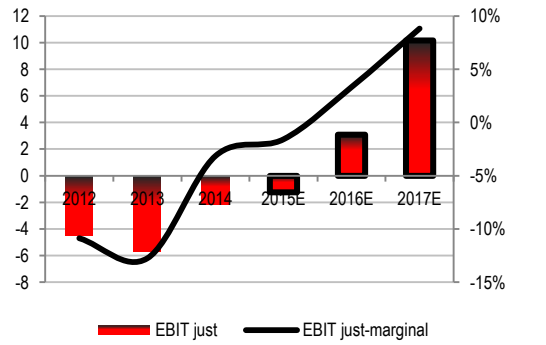
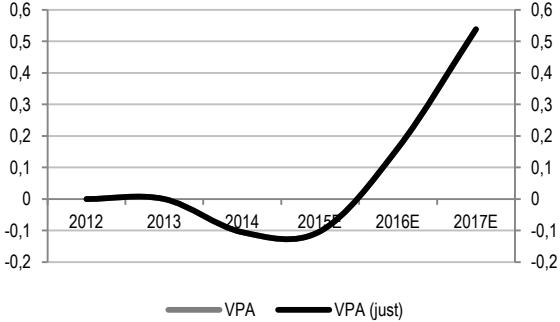
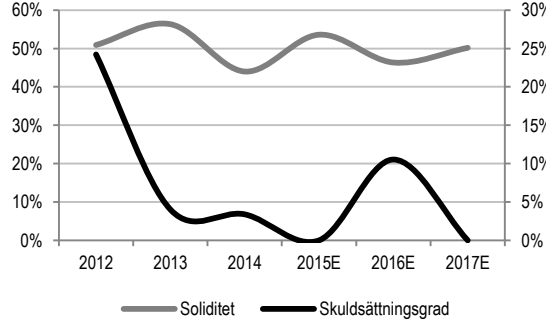
Aktiestructur %	Röster	Kapital
NORDNET PENSIONSFÖRSÄKRING AB	22,9 %	22,8 %
FAMILJEN ROGGENTIN MED BOLAG	9,5 %	10,2 %
AVANZA PENSION	6,4 %	6,4 %
JÖRGEN NORDLUND (PRIVAT OCH MED BOLAG)	6,0 %	6,0 %
GÖRAN SPARRDAL	5,7 %	5,7 %
LINDHEM INVEST AB (HANS JOHANSSON)	5,2 %	5,2 %
FORCE C INVESTMENT (GÖRAN NORDLUND)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

Aktien	Reuterskod	Lista	Kurs, SEK	Antal aktier, milj	Börsvärde, MSEK
					3,4
					18,8
					63,8

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

Nästkommande rapportdatum	Q3 report	November 19, 2015
	FY 2015 Results <th>February 19, 2016</th>	February 19, 2016

Analytiker	Kristoffer Lindström	Redeye AB
	kristoffer.lindstrom@redeye.se	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
		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>80</td> <td>25</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>95</td> <td>35</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>115</td> <td>45</td> </tr> </tbody> </table>	År	Omsättning (%)	Försäljningstillväxt (%)	2012	40	10	2013	45	15	2014	70	55	2015E	80	25	2016E	95	35	2017E	115	45	 <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>2</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>3</td> <td>5</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>10</td> <td>10</td> </tr> </tbody> </table>	År	EBIT just (%)	EBIT just-marginal (%)	2012	-5	-10	2013	-5	-10	2014	-2	0	2015E	-1	2	2016E	3	5	2017E	10	10
År	Omsättning (%)	Försäljningstillväxt (%)																																									
2012	40	10																																									
2013	45	15																																									
2014	70	55																																									
2015E	80	25																																									
2016E	95	35																																									
2017E	115	45																																									
År	EBIT just (%)	EBIT just-marginal (%)																																									
2012	-5	-10																																									
2013	-5	-10																																									
2014	-2	0																																									
2015E	-1	2																																									
2016E	3	5																																									
2017E	10	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>0,2</td> <td>0,2</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>0,5</td> <td>0,5</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	0,2	0,2	2017E	0,5	0,5	 <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>25</td> <td>50</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>25</td> <td>5</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>20</td> <td>5</td> </tr> <tr> <td>2015E</td> <td>25</td> <td>0</td> </tr> <tr> <td>2016E</td> <td>25</td> <td>10</td> </tr> <tr> <td>2017E</td> <td>25</td> <td>0</td> </tr> </tbody> </table>	År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)	2012	25	50	2013	25	5	2014	20	5	2015E	25	0	2016E	25	10	2017E	25	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	0,2	0,2																																									
2017E	0,5	0,5																																									
År	Soliditet (%)	Skuldsättningsgrad (%)																																									
2012	25	50																																									
2013	25	5																																									
2014	20	5																																									
2015E	25	0																																									
2016E	25	10																																									
2017E	25	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 investerarelationer.. Våra styrkor är vår prisbelönta analysavdelning, erfarna rådgivare, ett unikt investerarnätverk samt vår kraftfulla distributionskanal redeye.se. Redeye grundades år 1999 och står under Finansinspektionens tillsyn sedan 2007.

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

Ansvarsbegränsning

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

Potentiella intressekonflikter

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

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

Angående Redeyes analysbevakning

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

Rating/Rekommendationsstruktur

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

Redeye Rating (2015-09-03)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	30	33	16	7	18
3,5p - 7,0p	58	48	72	33	35
0,0p - 3,0p	2	9	2	50	37
Antal bolag	90	90	90	90	90

*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.