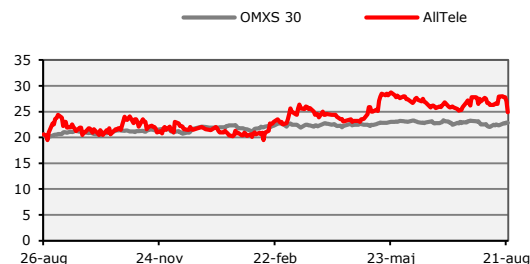


Sammanfattning
AllTele (ATELA.st)
VD-byte markerar ny fas

- Omsättningen i Q2 blev 223 MSEK, efter fortsatt påverkan från utportering i publik sektor, vilket vi underskattade i vår prognos på 232 MSEK. Engångsposter inom omstrukturering (6 MSEK) gjorde att EBITDA på 21 MSEK låg under vår prognos på 29 MSEK.
- AllTele guidar för att företagssegmentet vänder till lönsamhet under slutet av 2014, vilket tyder på att det snart är slutstädat. I denna nya fas när AllTeles nya identitet ska byggas har bolaget beslutat att huvudägaren Mark Hauschildt bör ta över som VD.
- Vi reviderar ned våra prognoser något på företagssidan och vårt nya motiverade värde blir 32 SEK (33 SEK). Från dagens kursnivå finns en estimerad upp- respektive nedsida på 94 och 41 procent (i vårt bull och bear case).

Lista: Small Cap
 Börsvärde: 675 MSEK
 Bransch: Telecommunications
 VD: Mark Hauschildt
 Styrelseordf: Thomas Nygren


Redeye Rating (0 – 10 poäng)

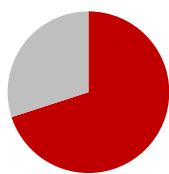
Ledning

Ägarskap

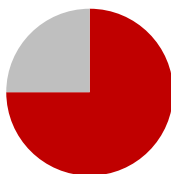
Tillväxtutsikter

Lönsamhet

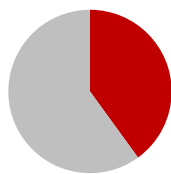
Finansiell styrka



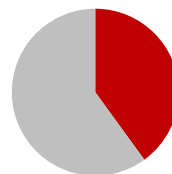
7,0 poäng



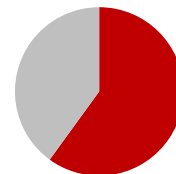
7,5 poäng



4,0 poäng



4,0 poäng



6,0 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	766	874	903	890	926	Aktiekurs (SEK)	25,3
Tillväxt	25%	14%	3%	-1%	4%	Antal aktier (milj)	26,7
EBITDA	34	53	105	94	129	Börsvärde (MSEK)	675
EBITDA-marginal	4%	6%	12%	11%	14%	Nettoskuld (MSEK)	39
EBIT	-25	1	57	45	83	Free float (%)	20 %
EBIT-marginal	Neg	0%	6%	5%	9%	Dagl oms. ('000)	8
Resultat före skatt	-32	-7	49	37	75	Analytiker: Viktor Westman viktor.westman@redeye.se	
Nettoresultat	-8	-15	45	34	68		
Nettomarginal	Neg	Neg	5%	4%	7%		
Utdelning/Aktie	0,00	1,00	1,00	1,00	1,65		
VPA	-0,66	-0,58	1,67	1,26	2,54		
P/E	Neg	Neg	15,2	20,1	10,0		
EV/S	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8		
EV/EBITDA	8,9	12,9	6,7	7,6	5,4		

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 vinsttillväxt.

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 vinsttillväxt. 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.

Logiskt VD-byte markerar att städperioden går mot sitt slut

AllTeles rapport för det andra kvartalet kan sammanfattas med att omstruktureringen tagit lite längre tid än väntat, då huvudägaren Mark Hauschildt underskattat vilket skick AllTele var i när Universal Telecom förra året gick in i bolaget via ett omvänt förvärv. Nu väntas dock bolaget gå in i en ny fas i och med att Hauschildt själv, genom en rockad, tar över som VD (se vidare nästa sida).

Lägre intäkter än väntade 223 MSEK, på grund av omstrukturering och utportering inom offentlig sektor

Försäljningen kom in på 223 MSEK, vilket var en bit under vår prognos om 232 MSEK. Skillnaden mellan estimat och utfall hänför sig, som synes i tabellen nedan, helt till företagssidan, där vi underskattade omstrukturingsåtgärderna och avvecklingen av avtal inom offentlig sektor.

Omsättningsestimat				
SEKm	Q2'13	Q2'14	Utfall	Diff
Total	226,6	231,6	222,8	-4%
Försäljningstillväxt (YoY)	23%	2%	-9%	-11%
AllTele Företag	114,4	91,0	82,3	-10%
Försäljningstillväxt (YoY)	n.a.	n.a.	n.a.	
AllTele LDA (Retail)	142,3	148,5	148,2	0%
Försäljningstillväxt (YoY)	n.a.	4%	n.a.	

Källa: Redeye Research, AllTele

Omstruktureringen slog även på resultatet och sänkte EBITDA med 6 MSEK till 21 MSEK

EBITDA-resultatet uppgick till 21 MSEK, jämfört med våra förväntningar på 29 MSEK. Skillnaden beror på engångsposter som avser omstrukturingskostnader, vilka uppgick till 6 MSEK. Bruttomarginalen nådde 32,8 procent jämfört med väntade 33,6 procent. I tabellen nedan kan noteras att EBITDA var något lägre än 2013 och att försäljningen föll med knappt 10 procent på årsbasis. Man bör dock inte dra några drastiska slutsatser av det senare enligt AllTele då Q2 2013 innehöll vissa IFRS-effekter med anledning av Universal Telecom-förvärvet. Det är bättre att jämföra med de efterföljande kvartalen, vilka Q2 2014 ligger i linje med.

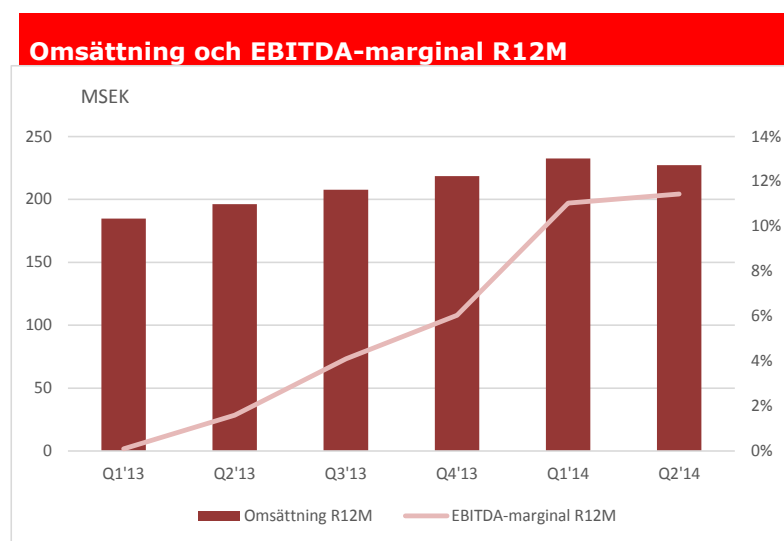
Faktiskt utfall vs. prognos				
SEKm	Q2'13	Q2'14E	Utfall	Diff
Försäljning	226,6	231,6	222,8	-4%
EBITDA*	25,1	28,9	21,2	-27%
EBIT	13,5	16,9	9,8	-42%
PTP	8,6	15,9	8,2	-49%
VPA, SEK	0,2	0,50	0,26	-48%
Försäljningstillväxt (YoY)	26%	-5%	-9%	
Bruttomarginal	30%	33,6%	32,8%	
EBITDA marginal	11%	12%	10%	
VPA tillväxt (YoY)	n.a.	n.a.	n.a.	

*Underliggande ex EO

Källa: Redeye Research, AllTele

Justerat för omstruktureringskostnaderna så uppgick övriga externa kostnader till 26 MSEK, vilket är en ökning från första kvartalets 23 MSEK. Ökningen beror främst, enligt bolaget, på ökade marknadsföringskostnader samt satsningar på säljkår och kundservice. Personalkostnaderna sjönk dock något under perioden, från 22 MSEK till 20 MSEK.

Efter kostnaderna ovan och avskrivningar på strax under 12 MSEK uppgick rörelseresultatet till 10 MSEK. I tabellen nedan syns tydligt att bolaget är på rätt väg, sett till rullande 12-månaders omsättning och EBITDA-marginal.



Källa: Redeye Research, AllTele

Privatsidan tuffar på - i linje med väntat

Intäkterna från AllTele LDA (privatsidan) utvecklades enligt våra prognoser och uppgick till 148 MSEK, vilket även var i linje med föregående kvartal. AllTele meddelar att bolaget fortsätter att växa inom alla intäktsbärande tjänstkategorier (RGU:er) bortsett från den gamla koppartekniken, likt övriga aktörer.

Privatsidans EBITDA-resultat föll till 30 MSEK från första kvartalets 38 MSEK. Vi förstår det som att förklaringen främst ligger i att bolaget fördubblat satsningarna på att skapa Sveriges bäst säljande kundtjänst, från 5 till 10 MSEK. Privatsegmentet belastades även av engångsposter på 2 MSEK av de totalt 6 MSEK inom omstruktureringsprogrammen. Engångskostnaderna i fråga gällde ett nytt avtal med TeliaSonera för mobila tjänster.

Ett litet steg bakåt för företagssegmentet

Intäkterna i företagssegmentet blev 82 MSEK, vilket är runt 5 MSEK lägre än i årets första kvartal. Under perioden har avtalet med Västernorrland fortsatt att utporteras, vilket enligt bolaget förklarar mellanskillnaden på 5 MSEK. AllTele har även valt att inte försvara andra, mindre avtal inom offentlig sektor, med hänvisning till den dåliga lönsamheten i dessa avtal.

På rullande 12-månaderssiffror syns att bolaget är på rätt väg

Intäkterna från AllTele LDA (retail) utvecklades som väntat

EBITDA på privatsidan föll till 30 MSEK efter ökade sättsatsningar

EBITDA uppgick till -6 MSEK, och belastades med 4 MSEK av omstrukturingskostnaderna. Det rör sig i det här fallet främst om avveckling av AllTeles egna datanät samt Ventelo Billing/CRM-system.

Stark orderingång på 60 MSEK

De förseningar i omstruktureringen på företagssidan som bolaget hänvisar till har främst att göra med att TDN-nätet inte är helt klart ännu. Trots detta håller bolaget fast vid att svarta siffror inom detta segment ska uppnås mot slutet av året. Orderingången på 60 MSEK, som ökat med 114 procent sedan föregående kvartal är ett positivt tecken. På nästa sida gör vi en fördjupad genomgång av företagssidan, då vi anser att utvecklingen här kommer driva aktiekursen.

Manegen är krattad för den nye VD:n

Huvudägen Mark Hauschildt går in som VD med målsättningen att skapa Sveriges bästa säljande kundtjänst

Paul Moonga har gjort ett bra jobb med att städa upp i AllTele, men i takt med att AllTele nu kommit på fötter och bolagets nya identitet ska byggas har bolaget beslutat att den säljande visionären Mark Hauschildt ska ta över VD-rollen. Prio ett för Hauschildt blir att skapa Sveriges bästa säljande kundtjänst och ett AllTele som differentierar sig med service. Hauschildt vill ha kunder som kan föra vidare budskapet om tjänsterna och tänker inte ägna sig åt "ful-sälj". Telekom har enligt Hauschildt blivit för komplicerat och enligt honom efterfrågar kunderna i dag främst enkelhet, support och en förtroelig relation. Om kunden gillar erbjudandet leder det till merförsäljning på samma sätt som att den som gillar iPhone köper en iPad. En säljande kundtjänst är idag en livsnödvändighet då det är mycket svårare att ta nya kunder. Det är fråga om en strukturförändring på marknaden där kunder inte längre accepterar att bli uppringda av försäljare. AllTele har redan påbörjat arbetet. De förlängda telefonsvarstiderna är nu borta då snitttiden har gått från 7 minuter till 1 minut.

Mark Hauschildt kan vara rätt man att leda AllTele

Vi tror att Hauschildt kan vara rätt man för jobbet då han ligger bakom Universal Telecom, vars organiska kundtillväxt gick från 0 till 150 000 kunder från 1999 till 2013. Moonga kommer dessutom finnas kvar i styrelsen och även hjälpa Hauschildt i det operativa arbetet. Rockaden fullbordas av att Thomas Nygren får tillbaka ordförandeskapet i bolaget.

Kassa och finansiell ställning:

I Bolagets balansräkning syns att eget kapital har ökat till 272 MSEK från 264 MSEK från föregående kvartal. Kassaflödet från löpande verksamheten blev dock -22 MSEK, vilket beror på omstrukturingskostnader, ändrade faktureringsrutiner och en viss eftersläpning i faktureringen. Kundfordringarna ökade med cirka 32 miljoner från det första kvartalet. Nästkommande kvartal väntas påverkas positivt av dessa effekter. Under tredje kvartalet kommer AllTele att genomföra en utdelning på drygt 25 MSEK, motsvarande 1 krona per aktie.

Nära till vinster på företagssidan

Vi tror att företagssidans utveckling blir avgörande för bolaget och därmed aktiekursen under den närmsta tiden. Av denna anledning tar vi i detta avsnitt en närmare titt på detta segment

Företagssidans utveckling ser ut enligt tabellen nedan, efter det omvända förvärvet av Universal Telecom:

Företagssegmentet				
(SEKm)	Q3'13	Q4'13	Q1'14	Q2'14
Omsättning (MSEK)	93	93	87	82
ARPU (SEK)	300	308	310	315
EBIT	-11	-4,6		
EBITDA			-5,5	-8,6
Korrigerad EBITDA*				-4,6

* Korrigerad för engångsposter till följd av omstrukturering

Källa: Redeye research, AllTele

Utportering inom offentlig sektor kommer att hämma intäktsstillväxten under en lång tid framöver...

Från tabellen noterar vi att omsättningen dalat, men att intäkterna per användare (ARPU) har gått upp. Vi antar att detta beror på urportering av olönsamma kunder, och då främst inom offentlig sektor. Vi förstår det som att denna avveckling bara har börjat och att AllTele kommer att fortsätta undvika att försvara, enligt bolaget, olönsamma avtal under lång tid framöver. En möjlig följd av detta vore att inte räkna med någon större tillväxt framöver.

...men fokuseringen på SME-företag börjar visa vissa resultat

AllTeles orderingång inom företagssegmentet visar dock styrka, då denna uppgår till 60 MSEK, jämfört med 28 MSEK i första kvartalet. Två tredjedelar av den totala orderingången avser små och medelstora företag (företag med, som vi förstår det, mellan 50 och 150 anställda), vilka är prioriterade av AllTele framöver. AllTele bör därför till viss del kunna ersätta de offentliga kunderna som bolaget churnar ut med SME-kunder istället.

Trendmässigt lägre förluster trots vikande försäljning talar för att break even snart kan nås

Om vi studerar rörelseresultaten under de senaste kvartalen i tabellen så noterar vi att förlusterna justerat för engångsposter trendar nedåt, trots den vikande försäljningen, vilket är ett styrketecken. Om AllTele kan vända till tillväxt på företagssidan så bör vi relativt snart se svarta siffror här. Break even räknat på årsredovisningen för 2013 låg ungefär vid 83 MSEK. Nivån för break-even ligger dock just nu något högre, vilket vi anser beror på att AllTele satsar extra på marknadsföring och investerar i sin kundtjänst. Det bör dock inte krävas särskilt mycket för att nå lönsamhet från dagens nivåer. Summa summarum, så visar dessa uträkningar att AllTeles prognoser om att nå lönsamhet på företagssidan innan årets slut inte är några glädjekalkyler.

Prognosändringar och detaljerade estimat

Under 2013 tog ledningen ett strukturgrepp kring bolaget och städade upp på allvar. Efter att inte ha tagit några omstruktureringsskostnader i Q4 och Q1 tog AllTele 6 MSEK i omstruktureringsskostnader under det andra kvartalet och kommunicerade även att fler engångsposter inte kunde uteslutas för resten av året. Vi ser Q2 som ett hack i kurvan men anser att bolaget sett på lite längre sikt är på rätt väg, vilket rapporterad EBITDA visar. Det är fortfarande en bit kvar till EBITDA-marginaler omkring 15–16 procent.

2015 väntar vi oss en underliggande intäktsstillväxt, men att denna kommer att motbalanseras av momsregleringen som AllTele LDA påverkas av från den 1 januari 2015. Redeye prognostiserar att AllTele-koncernen totalt kommer att omsätta omkring 903 miljoner kronor 2014 och runt 890 miljoner kronor 2015. EBITDA väntas landa på 105 miljoner kronor 2014 och runt 94 miljoner kronor 2015. Detta bör jämföras mot bolagets egen tidigare guidning för 2014 om EBITDA på 120 MSEK.

Intäkterna sjunker från 903 MSEK till 890 MSEK på grund av momseffekten

Se nedan för våra intäkts- och RGU-prognoser för AllTele-koncernen. Sedan första kvartalet i år har bolaget börjat bryta ur elimineringar ur intäkterna från segmenten, vilket vi även gör nedan.

Totalt antal kunder och intäkter											
(SEKm)	Q1'13*	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14E	Q4'14E	2014E	2015E
Försäljning, MSEK	247	244	227	230	948	229	223	223	228	903	890
tillväxt					-12%					-5%	-1%
Antal RGUer ('000)	377	369	363	365	365	370	361	367	376	376	392
- varav "Old Tech"	133	135	118	109	109	105	101	99	98	98	80
- varav "New Tech"	244	234	245	256	256	265	260	268	278	278	312
netto nya RGUer	-19	-8	-6	2	-31	5	-9	6	9	11	16
elimineringar	-8	-13	-9	-8	-38	-8	-8	-8	-8	-32	-32

RGU = Intäktsgenererande tjänst/produkt, vi räknar med att varje kund har ca 1,1-1,2 RGUer

* Estimering av Pro Forma exklusive Madeira/Luxemburg-effekt

Från Q2'13 påverkas bolaget utav flytten av privatkundstocken till Madeira/Luxemburg samt uppköpet av Bixia

Källa: Redeye Research, AllTele

Från tabellen nedan med kompletterande förklaring framgår våra prognoser för affärsområdet AllTele Företag:

AllTele Företag											
(SEKm)	Q1'13*	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14E	Q4'14E	2014E	2015E
Försäljning, MSEK	109	114	93	93	409	87	82	83	86	338	370
tillväxt					-11%					-17%	9%
ARPU, SEK	293	330	300	308	308	310	315	315	315	314	302
tillväxt					4%					2%	-4%
Antal RGUer ('000)	118	104	100	102	102	94	87	89	92	92	112
- varav "Old Tech"	18	12	3	3	3	2	2	1	1	1	0
- varav "New Tech"	100	92	97	99	99	92	85	88	91	91	112
netto nya RGUer	-12	-14	-4	2	-28	-8	-7	2	3	-10	20

RGU = Intäktsgenererande tjänst/produkt, vi räknar med att varje kund har ca 1,1-1,2 RGUer

Källa: Redeye Research, AllTele

Gradvis sjunkande förhöjda marginaler för utportering av avtal inom offentlig sektor, på grund av sämre lönsamhet i nyare avtal

Orderingången på 60 MSEK under andra kvartalet visar att den nya säljorganisationen inom AllTele Företag har börjat få upp momentum, även om antalet RGU:er minskat. Framöver väntar vi oss att antalet RGU:er, och då särskilt RGU:er inom new tech, ökar något. Vi förstår det som att utporteringen vad gäller avtal inom offentlig sektor kommer att fortsätta ett bra tag, vilket gör att tillväxten kan bli ganska beskedlig framöver. Utporteringen inom offentlig sektor förväntas dock ha fortsatt positiv påverkan på marginalerna, även om denna effekt bör mattas av med tiden då vi förstår det som att AllTeles marginaler är sämre ju nyare avtalen är. Av prispresen syns ännu inget om man tittar på utvecklingen vad gäller ARPU. Vi räknar konservativt med att AllTele inte kommer att kunna öka ARPU i någon större utsträckning, även om bolaget satsar på detta genom korsförsäljning. Nye VD:ns säljstrategi skulle dock kunna leda till starkare ARPU på sikt, men det återstår att se.

Nedan följer en tabell över privatsidans intäktsprognoser, vilken motsvarar föregående tabell över företagssegmentet:

AllTele Privat LDA (inkl Universal) (SEKm)	Q1'13*	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14E	Q4'14E	2014E	2015E
Försäljning, MSEK	138	142	143	145	568	149	148	148	151	597	552
tillväxt					-9%					5%	-7%
ARPU, SEK	175	179	182	184	180	180	180	179	179	180	163
tillväxt					-8%					0%	-9%
Antal RGU:er ('000)	259	265	262	263	263	276	274	278	284	284	280
- varav "Old Tech"	115	123	114	106	106	103	99	98	97	97	80
- varav "New Tech"	144	142	148	157	157	173	175	180	187	187	200
netto nya RGU:er	-7	6	-3	1	-3	13	-2	4	6	21	-4

RGU = Intäktsgenererande tjänst/produkt, vi räknar med att varje kund har ca 1,1-1,2 RGU:er
Från Q2'13 påverkas bolaget utav flytten av privatkundstocken till Madeira/Luxemburg samt uppköpet av Bixia

Källa: Redeye Research, AllTele

Intäkterna inom AllTele Privat LDA låg under perioden i linje med de föregående kvartalen. Vi förväntar oss att nettoantalet RGU:er kommer att öka under året och i samband med det att ett visst skifte sker från ADSL-kunder till fiberkunder.

Vi bedömer att bruttomarginalen framöver kommer förbättras underliggande då bolaget har en del effektiviseringar kvar att göra inom organisationen. Enligt bolaget har AllTele ännu inte börjat exekvera några syneriger mellan privat- och företagssegmentet. Bolaget förbereder nu för att kunna göra detta inför årsskiftet för att möta momseffekten som då kickar in. Bland annat försvinner kravet på fast driftställe, vilket enligt AllTele fungerat som en operativ barriär. Vi bedömer dock att momseffekterna kommer att slå drygt en procentenhet på bruttomarginalen för hela bolaget totalt sett, efter effektiviseringsvinsterna.

Vidare bör det finnas fortsatt utrymme för att effektivisera bland system och plattformar från de olika förvärven samt möjlighet att vidare effektivisera organisationen. Vi förstår det även som att bolaget framöver bör kunna utnyttja sin storlek bättre för att uppnå en skaleffekt i avtal med leverantörer. Totalt sett skulle detta leda till goda bruttomarginaler på sikt, förutsatt att pris och användarmönster består. Vi ser dock framför oss fortsatt prispess och risk för churn, även om vi bedömer att nettoeffekten

Risk för churn och prispess

blir positiv, på så sätt att bruttomarginalen bör kunna hamna över 35 procent efter 2015.

I början av 2015 kommer dock som sagt momsutsläppet via Madeira/Luxemburg att förlora sin effekt och sätta press på nettointäkten och därmed också marginalerna under 2015. Det blir nu fråga om motsatt effekt jämfört med 2013-2014, där vinsterna blev ungefär 30 MSEK. Från våra egna beräkningar och bolagets kommunikation gör vi bedömningen att försäljning och EBITDA kommer att påverkas med 10 respektive strax under 30 procent. Vi förstår det som att bolaget, enligt vad vi ovan beskrivit, har idéer för att parera övergången. Våra beräkningar innehåller därför antaganden om att bolaget kan parera stora delar av momseffekterna. Slutsatsen blir att även om privatsidans försäljning krymper 7 procent så räknar vi med att företagsdelen kommer bära fram AllTele på så sätt att den totala försäljningen bara minskar med 1 procent. EBITDA-resultatet hamnar i våra estimat på 94 MSEK för 2015.

Vi väntar oss dessutom en god utdelning framöver och anser att investerare bör betrakta AllTele som något av en kassako, då bolaget inte har några större investeringsbehov.

Nedan följer detaljerade prognoser för resten av resultaträkningen:

Detaljerade prognoser																	
(MSEK)	2011	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14E	Q4'14E	2014E	2015E
Försäljning	610,4	199,5	198,4	180,4	187,2	765,5	173,0	244,1	226,6	230,0	873,7	228,6	222,8	223,4	228,4	903,2	890,0
EBITDA	26,8	15,5	8,1	3,6	6,5	33,7	-17,4	19,9	25,1	25,2	52,8	31,9	21,2	25,5	25,9	104,5	94,4
EBIT	-11,2	1,2	-5,7	-9,4	-10,8	-24,7	-30,2	7,6	10,5	13,5	1,4	20,3	9,8	13,5	13,9	57,4	45,4
PTP	-18,3	-0,7	-7,1	-11,8	-12,4	-32,0	-32,0	5,2	8,6	11,7	-6,5	19,3	8,2	12,5	12,9	52,9	37,4
VPA, SEK	-1,48	-0,04	-0,43	-0,71	-0,74	-1,91	-1,19	0,14	0,21	0,25	-0,58	0,62	0,26	0,39	0,40	1,67	1,26
Försäljningstillväxt (YoY)	64%	77%	52%	16%	-12%	25%	-13%	23%	26%	23%	14%	32%	-9%	-1%	-1%	3%	-1%
Bruttomarginal	30%	31%	28%	24%	27%	28%	24%	32%	30%	34%	30%	33%	33%	32%	33%	33%	32%
EBITDA marginal	4%	8%	4%	2%	3%	4%	-10%	8%	11%	11%	6%	14%	10%	11%	11%	12%	11%
VPA tillväxt (YoY)	-306%	-49%	-200%	354%	-55%	29%	2683%	-133%	-130%	-134%	-70%	-152%	83%	84%	59%	n/a	-24%

Från Q2'13 påverkas bolaget utav flytten av privatkundstocken till Madeira/Luxemburg samt uppköpet av Bixia
Källa: Redeye Research, AllTele

Ändringarna i estimaten syns nedan:

Förändringar i estimat		
(MSEK)	2014E	2015E
Försäljning		
Nya	903,2	890,0
Gamla	935,5	987,7
EBITDA		
Nya	104,5	94,4
Gamla	126,3	133,90
EBIT		
Nya	57,4	45,4
Gamla	78,7	84,9
Vinst per aktie		
Nya	1,7	1,3
Gamla	2,38	2,59

Värdering

I vår värdering använder vi oss av diskonterade kassaflöden (DCF) där vi tillsammans med vårt mest sannolika base case scenario inkluderar ett rimligt pessimistiskt (bear case) respektive optimistiskt scenario (bull case). Vi kompletterar detta med en relativvärdering.

DCF-värdering

Vi använder ett avkastningskrav (WACC) på 13 procent och en skattesats på 22 procent från år 2019. Innan 2019 använder vi en skattesats på 10 procent som tar hänsyn till de stora förlustavdragen.

Base case

Vi väntar oss att AllTele succesivt lyckas förbättra marginalen i takt med att det effektiviseringsprogram som man nu genomför ger effekt. Vi räknar med att AllTele kommer att vända till organisk tillväxt i slutet av 2015 och att bolaget kommer att lyckas växa inom moderna tjänster på privatsidan, samtidigt som bolaget börjar tjäna pengar på företagssidan. Vi tror dock att denna tillväxt delvis motbalanseras av marknadschurnen på koppartjänster och utporteringen inom offentlig sektor. Vidare räknar vi med att AllTele kommer att få svårt att fullt ut hantera effekterna av momsharmoniseringen inom EU från 2015. Vi väntar oss en marginell tillväxt efter 2015 uppgående till 2 procent och en succesivt förbättrad marginal jämfört med nuvarande nivå. Vi bedömer att den uthålliga rörelsemarginalen når 16 procent. Enligt base case värderar vi AllTele till 32 SEK per aktie med en WACC om 13 procent och vi anser att det är 50 procents sannolikhet för detta scenario.

DCF-värdet på 32 kronor per aktie indikerar en god uppsida

Vårt DCF-värde indikerar en fortsatt god uppsida i aktien jämfört med nuvarande kurs om cirka 25 kronor. Vi väntar oss att 2014, jämfört med 2013, kommer att vara mycket renare från engångskostnader, samt att bolaget successivt lyckas redovisa ordentligt förbättrad lönsamhet.

Bear Case

I bear case skulle vi ha undervärderat marknadschurnen på privatkundsidan samt övervärderat AllTeles förmåga att integrera de gamla förvärven. Med andra ord så skulle den lönsamhetsförbättring vi väntar oss från nuvarande läge inte infrias. Snarare skulle bolaget behöva dras med extrakostnader. Enligt bear case värderar vi AllTele till 18 SEK per aktie och då räknar vi med en fallande intäktsutveckling, nolltillväxt och en långsiktig EBITDA-marginal om 10 procent. Vi anser att sannolikheten är 25 procent för detta scenario.

I bear case kan aktien sjunka ned till 18 SEK...

Bull Case

I ett bull case skulle vi ha överskattat marknadschurnen och hur mycket AllTele påverkas av den samt även underskattat AllTeles möjlighet att hantera den stundande momsharmoniseringen inom EU. Vidare skulle vi även ha underskattat den framtida tillväxtpotentialen från befintliga och

...men i bull case finns en uppsida på 49 SEK

nya områden så som exempelvis el- och larmmarknaden. Vi har inte heller med några större M&A aktiviteter i våra prognoser vilket är en potentiell uppsida. Enligt bull case värderar vi AllTele till 49 SEK per aktie och då räknar vi med stigande intäktsutveckling om i snitt 5 procent framöver och en långsiktig EBITDA-marginal om 25 procent. Vi anser att det är 25 procents sannolikhet för detta scenario.

Relativvärdering

Relativvärdering											
Bolag (SEKm)	Börsvärde	P/E		EV/EBITDA		EV/sales		Försäljning		Tilväxt	Bruttomarginal
		2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E	2013	2014E	2014E	
Grupp 1											
TELENOR	213207	17,2	14,0	8,3	7,6	2,7	2,6	101382	103805	2%	60 - 70%
TELIASONERA	224082	12,6	12,1	8,4	8,3	2,9	2,9	104833	101609	-3%	45 - 50%
TELE2 AB-B SHS	38581	8,8	27,6	4,2	8,0	1,1	1,6	43676	30014	-31%	40 - 45%
Medel (Grupp 1)		12,9	17,9	7,0	8,0	2,2	2,4				
Median (Grupp 1)		12,6	14,0	8,3	8,0	2,7	2,6				
Grupp 2											
BREDBAND2*	315	22,5	14,3	10,0	7,6	1,1	0,9	257	296	15%	~45%
BAHNHOF	963	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	40 - 50%
ALLTELE**	676	15,2	20,1	6,7	7,6	0,8	0,8	874	903	3%	30 - 40%
DGC*	1106	18,8	16,8	7,6	6,7	1,9	1,7	498	555	11%	60 - 70%
Avalo (budnivå, ex. div)	277	1,1	40,0	11,9	9,6	1,9	2,6	138	146	6%	50 - 60%
Medel (Grupp 2)		14,4	22,8	9,0	7,9	1,4	1,5				
Median (Grupp 2)		17,0	18,4	8,8	7,6	1,5	1,3				

*Baserat på Redeyes prognos

** Inklusive utstående teckningsoptioner

Källa: Redeye Research, AllTele, Bloomberg

Multipelvärderingen ser mindre intressant ut, bortsett från EV/Sales

De senaste månaderna så har AllTele handlats upp något, samtidigt som vi har reviderat ned våra estimat något. Givet våra estimat för 2014 handlas AllTele fortfarande till viss rabatt sett till alla multiplar, bortsett från EV/Sales. Om vi går fram till 2015 ser det inte lika aptitligt ut, vilket beror på bakslaget från momsutsläppet som slår in under början av 2015. Det är främst från 2016 som AllTeles multiplar börjar se intressanta ut, även om försäljningskronorna värderas lägre än peergruppens.

AllTeles storlek gör bolaget till ett intressant förvärvsobjekt för de större telekomoperatörerna och även om inte ett förvärv sker till Avalo-multiplar så finns det gott om uppsida vid ett potentiellt bud på bolaget.

Investment case

AllTele var innan det omvända förvärvet av Universal Telecom år 2013 ett företag med växtvärk som under de föregående 7 åren blev allt mer vildvuxet med ett 20-tal förvärv på sitt samvete. Efter Universal Telecom-förvärvet följde en turbulent tid med hög omsättning av både personal och ledning innan storägaren Mark Hauschildt kände sig tillfreds med sitt manskap. Den tillförordnade VD:n Paul Moonga vände under 2013 utvecklingen till lönsamhet efter förluster sedan 2011, varav en stor del av resultatet gick till att minska skuldsättningen. AllTeles EBITDA på rullande 12 månader överstiger nu 2013 års EBITDA med nästan 100 procent.

De senaste årens turbulens har dock gjort att AllTele värderas med rabatt relativt bolagets sektorkollegor och även på DCF-nivå är värderingen långt ifrån ansträngd. Marknaden prisar enligt Redeye in en stillastående eller svagt växande försäljning samt att utvecklingen på företagsdelen inte kommer vända såsom bolaget spår. Som en första uppenbar kritisk faktor måste företagsdelen därför sluta blöda och börja tjäna pengar. Sett till orderingången går utvecklingen åt rätt håll.

Den fragmenterade marknaden erbjuder flera intressanta förvärvsmöjligheter, och även risker. AllTele har angett att bolaget alltid är öppet för förvärv. Särskilt övriga Norden, där bolaget inte har någon verksamhet idag, anser vi som intressant i förvärvssyfte. Vi har heller inte räknat med att försöken att ta sig in inom hemlarm eller på elmarknaden lyckas, vilket därför utgör två intressanta optioner. Nya tjänster och produktkategorier har även flaggats för av bolaget. En riskfaktor, förutom churn, som kan underminera lönsamheten finns i beroendet av avtalen med nätägarna. Dels kan störningar i leveransen skada förtroendet för AllTele och avgifterna för att hyra in sig i näten kan även höjas. Eftersom AllTele är en liten spelare relativt de största på marknaden finns risk för tuff prispress. Enligt en samlad bedömning av ovanstående finns det ändå goda förutsättningar för att bolaget når sin egen EBITDA-målsättning redan år 2014, vilket är strax över vad Redeye räknar med.

2013 - en kort tillbakablick

De senaste åren har kantats av mycket problem och förändring. Efter att ha genomfört omkring 20 förvärv på bara ett par års tid och därefter adderat Ventelo tog det stopp. Detta ledde till slut att bolaget under hösten 2012 fick dra i bromsspaken och initiera ett projekt för att se över koncernens verksamhet. Strategigenomgången och bolagets knackiga resultatutveckling medförde vissa förändringar på ledningsnivå, så som att Ola Norberg under hösten 2012 fick lämna rollen som VD för AllTele. Medgrundaren Peter Bellgran blev därefter tfVD under en kort period innan Carlos Riera tillsattes som ny VD.

För ca ett år sedan kom därefter beskedet om uppköpet av Universal Telecom. Universal Telecom hade innan det blev en del av AllTele drygt 300 MSEK i omsättning samt imponerande 30 procent i EBIT-marginal. Snart syntes att huvudägaren Mark Hauschildt tagit ett tydligt grepp om bolaget. Således var inte nyheten att Carlos Riera skulle avgå som VD och Paul Moonga istället bli ny tfVD oväntad.

För att summera det senaste året kan man säga att bolaget efter väldigt många uppköp på kort tid, (se tabellen nedan) fick växtvärk. Därför inleddes ett förändringsarbete som slutade med att man la fram en ny strategi och sedermera även genomförde ett omvänt förvärv av Universal Telecom (samt Bixia och Ringia). Anledningen till att man beslutade köpa Universal var huvudsakligen att AllTeles balansräkning var ansträngd. I och med uppköpet av Universal blev Hauschildt AllTeles klart störste ägare.

Under Q4 2013 köpte AllTele 9500 Boxer-kunder. Av de 9 500 adsl-kunder som köptes innehar 3 900 även tjänsten voip. Förvärvet realiserades den 15 december, och i pressmedelandet skriver bolaget att den förvärvade omsättningen beräknas uppgå till 24 miljoner kronor per år.

Tabell 3: Förvärv under 2007-2013

Bolag	Datum	Abonne.	Pris	Pris/abonne.	Årsomsättning	Kommentar
Wasadata	Q3'07	5500	6-9 MSEK	900-1100 SEK	9 MSEK	Kompetens inom Internet, 700 företagskunder
Skekraft	Q4'07	13500	10-15 MSEK	800-1000 SEK	30-40 MSEK	Stor kundbas, 900 företagskunder
TDC Song	Q4'07	24000	40-50 MSEK	1700-1900 SEK	60-70 MSEK	ADSL-kundbas, stor kundbas, bra produktionsavtal
Umeå Energi	Q2'08	600	0,2 MSEK	300-400 SEK	0,5-1 MSEK	Förvalskunder
IPCell	Q2'08	100	0,1 MSEK	1000 SEK	0,1 MSEK	ADSL
Vattenfall	Q3'08	48000	27-28 MSEK	550-600 SEK	100 MSEK	TAB+förval+bredbandskunder, bruttomarginal 26%
Phonera	Q3'08	30000	31-32 MSEK	1000 SEK	50 MSEK	Förval, IP-telefoni, Bredband, bruttomarginal 43%
Mindre förvärv	Q4'08	4000	5-8 MSEK	500 SEK	2-3 MSEK	Diverse olika mindre operatörer
Mindre förvärv	Q1'09	1000	0,5 MSEK	500 SEK	0,3 MSEK	Diverse olika mindre operatörer
Kramnet	Q4'09	10000	9 MSEK	900 SEK	15-20 MSEK	Bredband+IPTV-kunder, lite telefoni, hög ARPU
MegaPhone	Q4'09	19000	18 MSEK	950 SEK	30-35 MSEK	IP-telefoni, webb-shop, mobiltelefoni, försäkring
Spinbox	Q2'10	20000	15 MSEK	750 SEK	80 MSEK	Mobiltelefoni för SME, MVNO, 25% försäljningstillväxt
LandNCall	Q2'10	-	3+(2) MSEK	-	-	Teknologi för utländska mobilsmst/surf. Ving+Fritidsresor
Invegio, 51%	Q4'10	-	1-3 MSEK	-	5-10 MSEK	Mobila växelösnings mot större företag
Boxerkunder	Q4'10	1750	< 1 MSEK	-	1-5 MSEK	IPTV-kundstock från Boxer TV Access
35 bostadsrätt	Q1'11	3000	1,5-3 MSEK	500-750 SEK	3-5 MSEK	Bostadsrättsföreningar från Bredbandsbolaget
ePhone	Q1'11	11153	10,8 MSEK	970 SEK	15-20 MSEK	Privatkunder/småföretag i stadsnät. Ej personalövertagande.
Blixtvik	Q1'11	35500	24 MSEK	680 SEK	70 MSEK	Privatkunder/småföretag i stadsnät.
Ventelo	Q3'11	100000	83 MSEK*	830 SEK	300 MSEK	23500 företagskunder, bruttomarg troligen ca 25-30%
Universal Telec	Q1'13	100000	250 MSEK	2500 SEK	300 MSEK	121000 RGU'er; 67k PSTN, 10k Förval, 8 IP-tele, 11k xDSL, 15k Fiber, 9k Mobtele, 1 MBB
Bixia	Q1'13	17500	15 MSEK	860 SEK	35 MSEK	15000 fasttelefonikunder, 700 IP-telefoni- och 800 bredbandskunder via stadsnät
Ringia	Q2'13	4700	-	-	22 MSEK	4000 fasttelefonikunder samt 700 mobiltelefonkunder
Boxerkunder	Q4'13	9500	-	-	24 MSEK	9 500 adsl-kunder varav 3 900 av dem även tjänsten voip.

* Inklusive slutlikvid, betalning av ackordsskuld, konvertibel och upplösen av olika rörelsekapitalposter uppgår priset till >150 MSEK

Källa: Redeye Research & AllTele

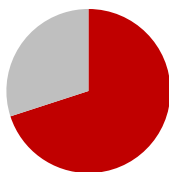
Sammanfattning Redeye Rating

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:

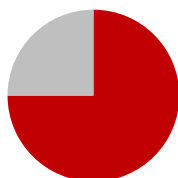
Vi reviderar ned tillväxtutsikter något, till 4 poäng (5,5) då vi väntar oss att AllTele kommer churning ut många avtal inom offentlig sektor under ett antal år.

Ledning 7,0p



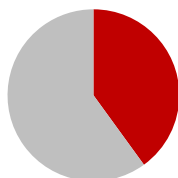
Det finns flera personer inom bolaget med lång erfarenhet från branschen både inom styrelse och ledning. VD:n är en visionär som byggde upp Universal Telecom från 0 till 150 000 kunder på 14 år, utan förvärv. Skulle bolaget börja leverera och utvecklas stabilt enligt plan kommer vi justera upp detta betyg.

Ägarskap 7,5p



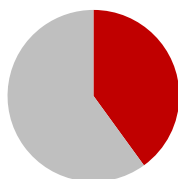
Efter det omvända uppköpet utav Universal Telecom äger VD:n cirka 60 procent av bolaget vilket mestadels är bra då bolaget fått en stark och handlingskraftig huvudägare som även ger en finansiell trygghet. Bolaget har även ett flertal institutioner på plats. Aktieägandet i styrelse och ledning kan om det ökar motivera en upprevidering.

Tillväxtutsikter 4,0p



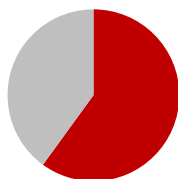
AllTele har averseksamhet inom snabbväxande delar av telekommunikationsmarknaden såsom fiber, IP och mobil. Bolaget har en del gammal kopparbaserad teknik inom traditionell fast telefoni vilket man churnar ut i takt med att marknaden faller. Bolaget annonserade nyligen att man går in i elmarknaden via en position i elbolaget Anova. Alltele testar även just nu huruvida man även kan göra entré på hemlarmmarknaden. Logiken är att nöjda kunder gärna köper närliggande tjänster. Från samtal med VD förstår vi dessutom att det finns visioner om ännu fler affärsmöjligheter längre fram.

Lönsamhet 4,0p



Bolaget har tidigare tappats med en kraftigt nedåtgående lönsamhet under de senaste åren. Rullande 12-månaders-EBIT överstiger nu dock 2013 års nivåer. Detta har skett trots att företagssegmentet fortfarande går minus, varför det finns stor potential framöver. Ett frågetecken finns dock i hur Alltele klarar av följderna från att bolagets momsutlägg förlorar verkan från och med 1 januari 2015.

Finansiell styrka 6,0p



Bolaget förbättrar successivt sin tidigare ganska svaga balansräkning, vilket sker i bra takt då bolaget inte har särskilt stora investeringsbehov. Alltele har en god räntetäckningsgrad och starka kassaflöden. Bolaget klarar redan nu av att genomföra aktieutdelningar.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	766	874	903	890	926
Summa rörelsekostnader	-732	-821	-799	-796	-797
EBITDA	34	53	105	94	129
Avskrivningar materiella tillg.	-32	-36	-41	-36	-32
Avskrivningar immateriella tillg.	-26	-15	-6	-17	-14
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	-25	1	57	45	83
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-7	-8	-8	-8	-8
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-32	-7	49	37	75

Skatt	24	-9	-5	-4	-8
Net earnings	-8	-15	45	34	68

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	0	12	72	52	59
Kundfordringar	80	113	95	89	93
Lager	4	1	9	9	9
Andra fordringar	76	73	70	65	60
Summa omsätt.	161	199	246	215	221
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	33	20	36	40	42
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	13	16	16	16	16
Goodwill	114	249	249	249	249
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	122	118	72	62	63
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	282	404	374	368	370
Uppsk. skatteford.	16	4	0	0	0
Summa tillgångar	459	607	620	583	591

Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	102	125	122	116	116
Kortfristiga skulder	0	64	70	60	50
Övriga kortfristiga skulder	155	152	140	112	90
Summa kort. skuld	257	340	332	288	255
Räntebr. skulder	85	17	20	20	20
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	341	357	352	308	275
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	117	246	264	271	311
Minoritet	1	4	4	4	4
Minoritet & E. Kap.	119	250	268	275	316
Summa skulder och E. Kap.	460	607	620	583	591

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	766	874	903	890	926
Sum rörelsekost.	-732	-821	-799	-792	-797
Avskrivningar	-58	-51	-47	-53	-46
EBIT	-25	1	57	45	83
Skatt på EBIT	5	0	-6	-5	-8
NOPLAT	-19	1	52	41	75
Avskrivningar	58	51	47	53	46
Bruttokassaflöde	39	52	99	93	121
Föränd. i rörelsekap	-45	-7	-1	-23	-21
Investeringar	-7	-173	-17	-47	-48
Fritt kassaflöde	-13	-127	80	24	51

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	26%	41%	43%	47%	53%
Skuldsättningsgrad	72%	33%	34%	30%	22%
Nettoskuld	84	68	18	28	11
Sysselsatt kapital	203	319	286	303	327
Kapit. oms. hastighet	1,7	1,4	1,5	1,5	1,6

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	25%	14%	3%	-1%	4%
VPA-tillväxt (just)	-56%	-12%	n/a	-24%	101%

DCF värdering		Kassaflöden, MSEK	
Riskpremie	5,5 %	NPV FCF (2013-2015)	140
Betavärde	1,0	NPV FCF (2016-2022)	367
Riskfri ränta	3,5 %	NPV FCF (2023-)	453
Räntepremie	7,5 %	Rörelsefrämjade tillgångar	-26
WACC	12,7 %	Räntebärande skulder	-81
		Motiverat värde MSEK	853
Antaganden 2015-2021			
Genomsn. förs. tillv.	2,1 %	Motiverat värde per aktie, SEK	32,0
EBIT-marginal	14,7 %	Börskurs, SEK	25,3

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	-7%	-9%	17%	13%	23%
ROCE	-12%	1%	17%	13%	22%
ROIC	-10%	1%	16%	14%	25%
EBITDA-marginal	4%	6%	12%	11%	14%
EBIT-marginal	-3%	0%	6%	5%	9%
Netto-marginal	-1%	-2%	5%	4%	7%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	-0,66	-0,58	1,67	1,26	2,54
VPA just	-0,66	-0,58	1,67	1,26	2,54
Utdelning	0,00	1,00	1,00	1,00	1,65
Nettoskuld	6,83	2,56	0,67	1,06	0,41
Antal aktier	12,37	26,69	26,69	26,69	26,69

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	299,2	679,5	704,2	714,2	695,5
P/E	-26,1	-38,8	15,2	20,1	10,0
P/S	0,3	0,7	0,7	0,8	0,7
EV/S	0,4	0,8	0,8	0,8	0,8
EV/EBITDA	8,9	12,9	6,7	7,6	5,4
EV/EBIT	-12,1	474,2	12,3	15,7	8,3
P/BV	1,8	2,4	2,6	2,5	2,2

Aktiens utveckling	Tillväxt/år		12/14e
1 mån	-9,0 %	Omsättning	8,6 %
3 mån	-10,3 %	Rörelseresultat, just	n/a
12 mån	22,8 %	V/A, just	n/a
Årets Början	17,1 %	EK	50,3 %

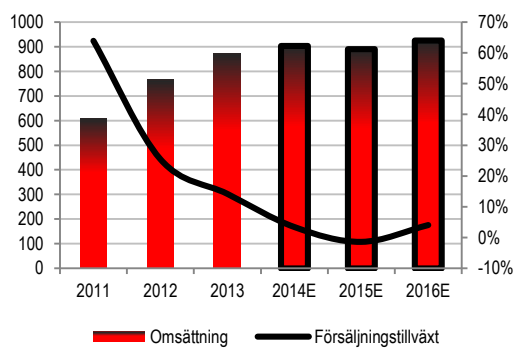
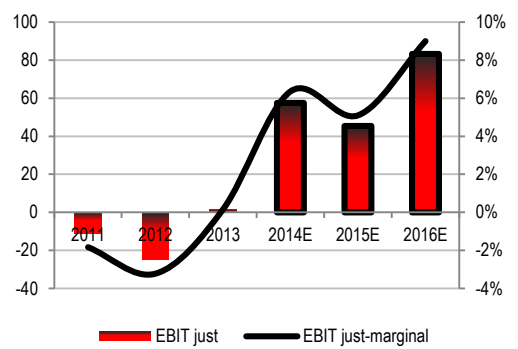
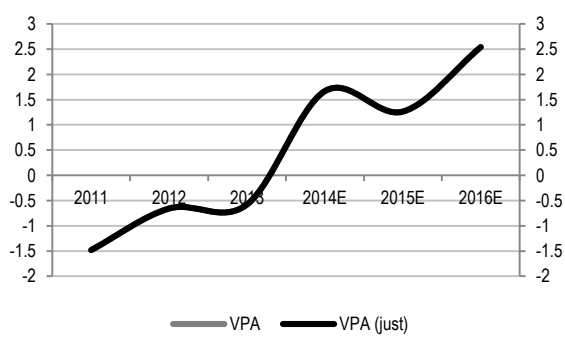
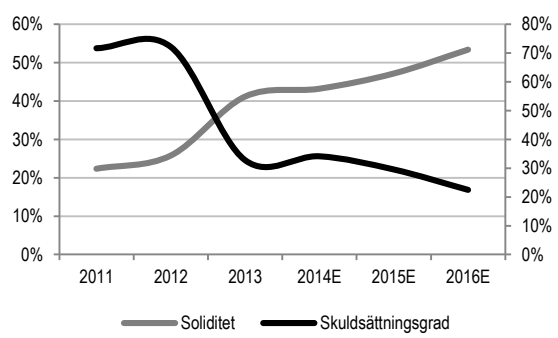
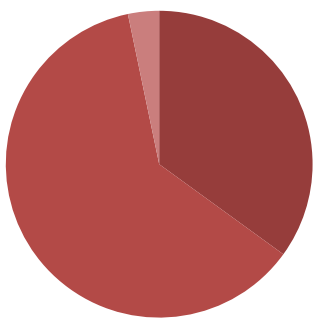
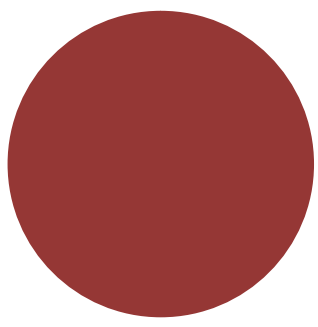
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Mark Hauschildt	53,0 %	63,0 %
Pemberton Holding limited	7,0 %	5,0 %
Ola Norberg (privat och via bolag)	5,0 %	4,0 %
E. Öhman J:or fonder	5,0 %	4,0 %
Tenor SA	5,0 %	4,0 %
Hans Hellspång	3,0 %	2,0 %
Thomas Nygren (privat, familj och via bolag)	3,0 %	2,0 %
Peter Bellgran (privat och familj)	2,0 %	2,0 %
Avanza Pension	2,0 %	1,0 %
Oskar Samuelsson	1,0 %	1,0 %

Aktien	
Reuterskod	ATELA:st
Lista	Small Cap
Kurs, SEK	25,3
Antal aktier, milj	26,7
Börsvärde, MSEK	675,3

Bolagsledning & styrelse	
VD	Mark Hauschildt
CFO	Anders Lundström
IR	
Ordf	Thomas Nygren

Nästkommende rapportdatum	
Q3 report	November 14, 2014

Analytiker	Redeye AB
Viktor Westman	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
viktor.westman@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 Legend: ■ Omsättning — Försäljningstillväxt	 Legend: ■ EBIT just — EBIT just-marginal
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 Legend: — VPA — VPA (just)	 Legend: — Soliditet — Skuldsättningsgrad
Produktområden	Geografiska områden
 Legend: ■ AllTele Företag ■ AllTele Privat ■ Eliminering ■ period	 Legend: ■ Sweden ■ period
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Viktor Westman äger aktier i AllTele: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	AllTele Allmänna Svenska Telefonaktiebolaget (publ) är en utmanare på den svenska tele- och bredbandsmarknaden. Bolaget har sedan 2007 haft en av branschens högsta tillväxttakter. Aktien handlas sedan 15 juni 2009 på Nasdaq OMX Stockholm, Small Cap. AllTele har idag en av marknadens bredaste produktportföljer för privatkunder samt små och medelstora företag bestående av fast telefoni, mobiltelefoni, bredband, internetjänster, TV och molnbaserade växeljänster för företag. Allt paketerat med slutkundens behov i fokus.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är en specialiserad investmentbank inriktad mot små och medelstora tillväxtbolag i Norden. Vi fokuserar på sektorerna IT, Life Sciences, Media, Betting, Cleantech och Råvaror. Vi tillhandahåller tjänster inom Corporate Broking, Corporate Finance, aktieanalys, investerarrelationer och medietjänster. 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 kunders uppdrag, placering av finansiella instrument utan fast åtagande, förvara finansiella instrument och ta emot medel med redovisningsskyldighet, 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 och med den dag beslut tagits att en analys ska produceras på bolaget samt två bankdagar efter analysen publicerats.
- 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 uttryckningen 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. Redeyes rekommendationer för teknisk analys är: Köp (Buy) och Sälj (Sell). Placeringshorisonten för dessa rekommendationer är mycket kort, oftast mindre än 1 månad.

Redeye Rating (2014-06-10)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	22	28	11	4	16
3,5p - 7,0p	43	32	54	30	26
0,0p - 3,0p	1	6	1	32	24
Antal bolag	66	66	66	66	66

*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.