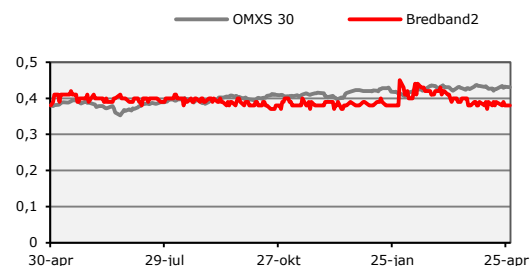


Sammanfattning
Bredband2 (BRE2.ST)
Fortsatt en god lyssnare

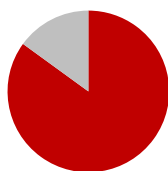
- Bolaget levererar en försäljningsökning på 16 procent jämfört med samma kvartal tidigare år, och inom företagssidan blev tillväxten hela 32 procent. Resultat efter skatt ökade med 15 procent vilket var under våra förväntningar. Avvikelsen berodde på en mix av högre kostnader relaterade till företagssatsningen.
- Antalet kunder ökade med 7 procent men försäljningen ökade endast 4 procent på rullande kvartalsbasis vilket betyder att ARPU:n har gått ner. Detta beror på AF Bostäders upphandling av bredband till 9 500 studenter i Lund som Bredband2 vann den 1 juli 2013. Marginal-ARPU:n framöver förväntas fortsatt att stärkas p.g.a. att företagssidan blir en större del av totalaffären.
- Vi har endast gjort mindre prognosförändringar efter rapporten för första kvartalet. Vi avvaktar med spänning utgången av den fortsatta företagssatsningen och upprepar vårt riktvärde på 0,52 kronor per aktie.

Lista:
Börsvärde:
Bransch:
VD:
Styrelseordf:

First North
273 MSEK
Telecommunications
Daniel Krook
Anders Lövgren

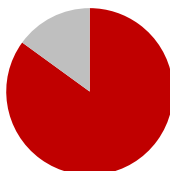

Redeye Rating (0 – 10 poäng)

Ledning



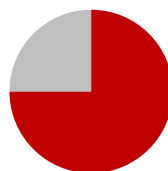
8,5 poäng

Ägarskap



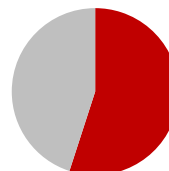
8,5 poäng

Tillväxtutsikter



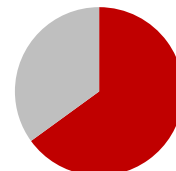
7,5 poäng

Lönsamhet



5,5 poäng

Finansiell styrka



6,5 poäng

Nyckeltal

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	Fakta	
Omsättning, MSEK	227	258	296	340	387	Aktiekurs (SEK)	0,4
Tillväxt	13%	14%	15%	15%	14%	Antal aktier (milj)	701,0
EBITDA	20	25	32	43	56	Börsvärde (MSEK)	273
EBITDA-marginal	9%	10%	11%	13%	14%	Nettoskuld (MSEK)	4
EBIT	12	15	20	31	44	Free float (%)	45 %
EBIT-marginal	5%	6%	7%	9%	12%	Dagl oms. ('000)	253
Resultat före skatt	11	14	18	28	42	Analytiker: Henrik Senestad henrik.senestad@redeye.se	
Nettoresultat	27	11	14	22	33		
Nettomarginal	12%	4%	5%	6%	8%		
Utdelning/Aktie	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02		
VPA	0,04	0,02	0,02	0,03	0,05		
P/E	5,16	23,80	19,49	12,42	8,39		
EV/S	0,73	1,11	0,93	0,76	0,63		
EV/EBITDA	8,35	11,47	8,66	6,11	4,34		

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.

Lyssnar in företagsmarknaden

Bredband2 fortsätter att växa

Bredband2s rapport för fjärde kvartalet bjöd på få överraskningar; bolaget levererade en stabil tillväxt, både jämfört med föregående år och kvartal. Försäljningen steg på årsbasis 16 procent och jämfört med föregående kvartal, 4 procent. Resultat efter skatt steg 15 procent jämfört med samma kvartal föregående år men sjönk oväntat mycket med 23 procent (väntat här var en säsongsnedgång på runt 7 procent). Differensen beror på något högre kostnader än väntat inom nätkostnad, personalkostnad och avskrivning.

Från rapporten kan vi även se att företagsaffären fortsätter att växa ordentligt, runt 32 procent jämfört med samma period föregående år. Vidare är det intressant att notera att privatkundssidan också ser ut att ha en god kundtillväxt.

Bruttomarginalen kom in något lägre än väntat beroende på en mindre justering

Bolagets bruttomarginal kom in på drygt 44 procent, vilket var något lägre än väntat. Skillnaden beror på en smärre ändring i redovisningen där kostnader har flyttas från Övriga externa kostnader till Direkta kostnader. I takt med att bolaget skruvar om produktmixen och sitt erbjudande (helhetslösningar på företagssidan och grupplösningar på privatsidan) anser vi dock att det är mer intressant att studera bruttovinstutvecklingen, snarare än intäkt- och bruttomarginalutvecklingen var för sig.

Som väntat fortsätter kostnaderna för marknadsföring och personal att öka

Kostnaderna för marknadsföring och personal fortsätter att öka. Framöver förväntar vi oss en tilltagande ökning av dessa kostnader, i takt med att nya säljare kommer på plats samt att marknadsföringsaktiviteterna ökar. Över tid väntar vi oss dock att bruttovinsttillväxten mer än väl kommer att kompensera kostnadsökningen med en ökad vinstmarginal över tid.

För att summera påbörjade Bredband2 året ungefär i linje med vad vi väntat. Skillnaden i förväntat rörelseresultat och vinst beror på en mix av ökade kostnader till stor del relaterade till satsningen inom företagssidan.

Tabell 1: Faktiskt utfall vs. prognos

SEKm	Q1'13	Q1'14E	Utfall	Diff
Försäljning	61,7	71,0	71,4	0%
EBITDA	5,4	7,2	6,9	-5%
EBIT	3,0	4,2	3,6	-16%
PTP	2,7	3,9	3,2	-18%
VPA, SEK	0,0031	0,0043	0,0035	-18%
Försäljningstillväxt (YoY)	13%	15%	16%	0%
Bruttomarginal	45%	46%	44%	-4%
EBITDA marginal	9%	10%	10%	-16%
VPA tillväxt (YoY)	27%	41%	15%	-18%

Källa: Redeye Research, Bredband2

Under kvartalet delade bolaget ut, för första gången, en utdelning på 0,01 kronor per aktie. M&A-aktiviteten på telekommarknaden har börjat tillta och denna trend tror vi ska öka framöver. Givet att Bredband2 nu delar ut pengar skall man kanske inte räkna med att de köper något inom närtid, men de kan absolut själva bli förvärvade.

Se nedan för kundutvecklingen och intäktsutvecklingen mellan bolagets olika delar och totala intäkter.

Tabell 2: Intäktsfördelning och kunder											
	2011	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013	Q1'14	Q2'14E	Q3'14E	Q4'14E
Privata bredbandstjänster - MSEK	145,3	153,0	41,0	41,8	42,0	42,9	167,7	44,0	44,7	45,3	45,9
Privata bredbandstjänster - % av total	72%	67%	66%	66%	65%	63%	63%	62%	61%	60%	60%
Företagstjänster - MSEK	43,2	58,0	16,2	17,1	18,8	21,0	73,2	22,7	23,8	25,2	26,5
Företagstjänster - % av total	22%	26%	26%	27%	29%	31%	31%	32%	33%	34%	34%
Telefoni & Övrigt - MSEK	12,2	16,4	4,5	4,3	4,3	4,4	17,5	4,7	4,5	4,5	4,6
Telefoni & Övrigt - % av total	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%
Total intäkt - MSEK	200,7	227,4	61,7	63,2	65,1	68,4	258,4	71,4	73,0	75,0	77,1
Totalt antal bredbandskunder	103 917	105 818	106 984	108 950	112 589	113 691	113 691	122 057	124 000	125 000	126 000

Källa: Redeye Research, Bredband2

Från tabellen kan vi se att antalet kunder har ökat dramatiskt under första kvartalet, 7 procent, vilket betyder att genomsnittsentäkten gått ner per kund då intäkterna endast ökat med 4 procent. Att ökningen av nya kunder är så pass stor och att ARPU:n gått ner beror på AF Bostäders upphandling om bredband till 9 500 studenter i Lund som Bredband2 vann förra sommaren och nu driftsatt under kvartalet.

Kundökningen kommer både från privat- och företagssidan men företagssidan fortsätter att öka mest, vilket är i linje med bolagets strategi. Något överraskande ökar även telefoni- och övrigt delen i absoluta tal men fortsätter att minska relativt totalaffären. Vi tror att intäkterna från företagstjänster kommer att fortsätta att bli en allt viktigare del i Bredband2s affär. Samtidigt tycker vi att det utifrån rapporten framgår att bolaget inte planerar att släppa fokus från privatmarknaden. Givet marknadstillväxten, samt regerings mål om att 90 procent av befolkningen ska ha höghastighetsbredband 2020, bör även denna affärsgrän växa framöver. Intressant att notera är att det idag bara är runt en tredjedel av alla bredbandsuppkopplingar via marknät som är fiber, vilket har stora fördelar mot exempelvis ADSL.

Kassa och kassaflöde

Kassaflödet från den löpande verksamheten, före förändring av rörelsekapital, uppgick till 6,5 miljoner kronor för kvartalet, vilket är nästan exakt en 30 procentig ökning från samma kvartal föregående år. Bolaget har investerat 5,2 miljoner kronor i verksamheten under kvartalet vilket är

högre än under föregående år och sannolikt hänger ihop med satsningen på företagskunder och datahallar. Totalt kassaflöde för kvartalet blev minus 1,9 miljoner kronor vilket beror på den lämnade utdelningen på totalt 7 miljoner kronor. Vi tror att kassaflödet från den löpande verksamheten kommer att vara positivt även framöver och i takt med att andelen av intäkterna från företagskunder ökar minskar risken i affären, eftersom kontraktslängden på dessa avtal i snitt är 36 månader.

Framtiden – 2014 och därefter

Bredband2 bör kunna fortsätta växa framöver och det med tilltagande lönsamhet

Bredband2 har nu 122 057 bredbandskunder och befäster därmed sin position som en av Sveriges största bredbandsoperatör via fiber. Enligt PTS har Bredband2 omkring 10 procent av fibermarknaden, både inom privat och företag vilket gör bolaget till en betydande spelare. En stor potential de närmaste åren för Bredband2 blir fortsatt de allmännyttiga bostadsbolagen (SABO) samt regerings mål om att 90 procent av befolkningen ska ha höghastighetsbredband 2020. Som vi skriver ovan är det även värt att notera att andelen fiberkunder utav totalt antal bredbandskunder via fastnät enbart är ca 1/3. I takt med att SABO öppnar upp sina bredbandsnät för konkurrens och expanderar finns det stora möjligheter för Bredband2 att slåss om cirka 730 000 av dessa potentiella kunder. Utöver SABO kommer det sannolikt erbjudas många intressanta marknader i takt med att operatörer, mark/fastighetsägare osv bygger nya fibernät. Tydligt exempel på detta är AF Bostäder affären som vi skrev om i uppdateringen för Q2'13. Vidare exempel på detta fick vi även under Q3'12, då bolaget annonserade att de kommer att sälja sina tjänster i OpenUniverse nät. När vi studerar PTS statistik samt talar med branschfolk framgår det att skiftet från gammal till ny teknik är i full gång vilket gynnar Bredband2.

*Mervärdestjänster kan
driva på
försäljningstillväxten
under kommande år*

Ett annat sätt för bolaget att lyfta intäkterna på, förutom att öka antalet kunder, är att öka snittintäkten per kund (ARPU) samt att satsa på nya kundgrupper. Bredband2 har under de senaste åren lanserat tilläggstjänster som t.ex. IP-telefoni, växellösningar, IP-TV, flera olika supporttjänster, ny kundportal, bättre kontaktcenterlösning och diverse säkerhetstjänster, vilket gjort Bredband2s fortsatta försäljningsmöjligheter intressanta. Bredband2 erbjuder även mobilt bredband som komplement. Vi räknar därför med att ARPU stiger igen vid nästkommande kvartal.

Ökad satsning på företag

Den stora drivkraften bakom bolagets tillväxt under de senaste kvartalen har dock varit bolagets ökade satsning på företagssidan, vilket medfört generellt sätt högre ARPU. I oktober 2010 annonserade bolaget sin företagssatsning kallad Bredband2business. Detta innebar bland annat en ny produktportfölj, nya prismodeller, utökat partnerprogram, ny hemsida och fler säljare i Stockholm, Malmö och Umeå. Förutom detta lanserade bolaget en WhiteLabel-lösning mot andra operatörer under 2009. Värt att notera är att Bredband2 dubblat sin marknadsandel inom företagsmarknaden under senaste 5 åren, 5 till 10 procent.

Således finns det många olika typer av aktiviteter för Bredband2 att arbeta med de närmaste åren för att ytterligare lyfta sina intäkter.

*Som i alla bolag finns det
dock risker*

Flera investerare som vi talar med uttrycker oro för att en mindre operatör som Bredband2 kommer att få svårt att hävda sig mot de stora operatörerna. Vi ser absolut en risk för detta men vi tror att risken är överdriven då bolagets möjlighet att erbjuda skräddarsydda lösningar med mycket god lönsamhet till mindre bolag, på samma villkor som de stora operatörerna erbjuder till sina enterprisekunder, gör att de kommer lyckas väl i denna nisch. Vi anser att vunna affärer som AF Bostäder, Knightec, Svensk Bevakningstjänst m.fl. styrker denna tes. De stora operatörerna har även sannolikt stort fokus på att finna lösningar för hur lönsamheten på mobil voice skall kunna försvaras samt hur nätinvesteringar skall finansieras. Således bör inte deras fokus ligga på det nisch-segment som Bredband2 opererar i inom närtid, även om det är uppenbart att de stora genom uppköp försöker etablera sig i rollen som kommunikationsoperatör. Framöver är det dock klart värt att hålla koll på de stora drakarna men även ComHem efter bolagets uppköp av Phonera Telefoni. Med tiden kommer sannolikt de stora drakarna göra en ordentlig entré på marknaden, men då kan mycket väl Bredband2 vuxit till sig så att bolaget kan hålla sin position. Alternativt så väljer en större operatör att köpa upp bolaget för att komma in bättre, snabbare och enklare på marknaden.

I tillägg till ovan är det från PTS-statistik uppenbart att bredbandsmarknaden är i ett skifte där företag och privatpersoner överger kopparlösningar till förmån för fiberlösningar. Detta gynnar utan tvekan och kommer att fortsätta gynna, bolagets marknadspotential. Denna utveckling och skifte på företagsmarknaden har blivit allt tydligare de

senaste kvartalen och vi ser ingen större anledning till varför utvecklingen skulle stanna av så länge inte ekonomin i Sverige kraftigt vänder ned.

*Datalagring / colocation
är en intressant satsning*

Drivet av ökat dataanvändande, krav på säkerhet samt datatillgänglighet ökar även efterfrågan på datalagring/co-location. Därmed är bolagets ökade satsning på denna nisch intressant. Att Bredband2 väljer att satsa på datalagring/co-location är också bra då det leder till att man kan erbjuda konkurrenskraftiga helhetslösningar.

*Förvärv i sektorn kan
förekomma*

Vi tror också att det kommer uppstå förvärvsmöjligheter på bredbandsmarknaden. Även om det inte är bolagets primära strategi att växa genom förvärv kan det ändå bli aktuellt inom överskådlig framtid. Vidare bör bolaget bli en het uppköpskandidat framöver och om någon större operatör skulle lägga bud på Bredband2 är en värdering omkring 0,7 - 0,8 kronor inte otänkbar, givet värderingen vid de senaste uppköpen som skett inom branschen.

*Bredband2 börjar ge
utdelning*

I Q4 2013 annonserades att Bredband2 för första gången planerar ge en utdelning, 0,01 sek per aktie. Vi tycker detta är ett tydligt kvalitetstecken och även ett statement av management på att de känner sig komfortabla kring framtida kassaflöden. Detta (ihop med ett framtida listbyte) borde kunna attrahera fler investerare.

Små prognoserrevideringar

Vi behåller våra
prognoser i stort

Vi lämnar våra estimat i stort sätt oförändrade. Vi känner oss relativt komfortabla i våra prognoser då marknaden växer på bra samt att Bredband2 har ett konkurrenskraftigt erbjudande. Säljsatsningen inom företagssidan har sedan tidigare funnits med i våra prognoser men det är svårt att veta exakt när satsningen får det genomslag vi förväntar oss och i vilken omfattning. Framöver kommer vi även att hålla under uppsikt att inte ARPU:n fortsatt går ner, vilken den gjorde under kvartalet. Vi räknar med en försäljning om 296,4 miljoner kronor för 2014 samt 340 miljoner kronor för 2015. På samma sätt räknar vi med ett rörelseresultat före avskrivningar om 33 miljoner kronor för 2014 samt 45 miljoner kronor för 2015.

Detaljerade estimat

Vi väntar oss en fortsatt
god trend i intäkts-
utvecklingen

Nedan följer våra estimat för de närmaste kvartalen och åren. Vi tror att försäljningen i andra kvartalet blir cirka 73 miljoner kronor. Marginalen i andra kvartalet antas påverkas av ökade tillväxtkostnader och vi väntar oss en EBIT på 4,4 miljoner kronor.

Tabell 3: Estimat

SEKm	2011	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	2012E	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13E	2013E	Q1'14	Q2'14E	Q3'14E	Q4'13E	2014E	2015E
Försäljning	200,7	54,4	55,0	57,6	60,4	227,4	61,7	63,2	65,1	68,4	258,4	71,4	73,0	75,0	77,1	296,4	339,9
EBITDA	11,1	3,6	4,3	6,8	5,1	19,0	5,4	5,7	7,5	6,5	25,0	6,9	7,7	9,5	9,2	33,2	44,9
EBIT	6,3	2,0	2,6	4,7	2,8	11,4	3,0	3,3	4,8	3,5	14,6	3,6	4,4	6,2	5,9	20,0	30,9
PTP	4,4	1,7	2,3	4,4	2,5	10,1	2,7	3,0	4,5	3,3	13,5	3,2	4,0	5,8	5,6	18,5	28,6
VPA, SEK	0,006	0,002	0,003	0,006	0,027	0,038	0,003	0,003	0,005	0,005	0,016	0,004	0,004	0,006	0,006	0,020	0,032
Försäljningstillväxt (YoY)	10%	13%	13%	14%	13%	13%	13%	15%	13%	13%	14%	16%	15%	15%	13%	15%	15%
Bruttomarginal	37%	44%	44%	44%	46%	45%	45%	46%	45%	45%	45%	44%	44%	44%	44%	44%	45%
EBITDA marginal	6%	7%	8%	12%	8%	8%	9%	9%	11%	9%	10%	10%	10%	13%	12%	11%	13%
VPA tillväxt (YoY)	1%	267%	195%	51%	1600%*	496%	27%	0%	-21%	-83%	-58%	15%	35%	29%	34%	24%	61%

Källa: Redeye Research, Bredband2

Vi har också tagit med en tabell (nedanstående) för att visa våra bakomliggande intäkts- och kundantaganden till våra estimat. Denna innehåller bland annat antaganden om segmenten och antalet kunder.

Tabell 4: Detaljerade estimat

	2011	Q1'12	Q2'12	Q3'12	Q4'12	2012	Q1'13	Q2'13	Q3'13	Q4'13	2013E	Q1'14	Q2'14E	Q3'14E	Q4'14E	2014E	2015E
Privata bredbandstjänster - MSEK	145,3	39,2	39,1	39,7	40,6	153,0	41,0	41,8	42,0	42,9	167,7	44,0	44,7	45,3	45,9	180,0	196,2
Privata bredbandstjänster - % av total	72%	72%	71%	69%	67%	67%	66%	66%	65%	63%	65%	62%	61%	60%	60%	61%	58%
Företagstjänster - MSEK	43,2	12,0	12,5	14,1	15,4	58,0	16,2	17,1	18,8	21,0	73,2	22,7	23,8	25,2	26,5	98,2	124,7
Företagstjänster - % av total	22%	22%	23%	25%	26%	26%	26%	27%	29%	31%	28%	32%	33%	34%	34%	33%	37%
Telefoni & Övrigt - MSEK	12,2	3,3	3,4	3,7	4,3	16,4	4,5	4,3	4,3	4,4	17,5	4,7	4,5	4,5	4,6	18,3	19,0
Telefoni & Övrigt - % av total	6%	6%	6%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%
Total intäkt - MSEK	200,7	54,4	55,0	57,6	60,4	227,4	61,7	63,2	65,1	68,4	258,4	71,4	73,0	75,0	77,1	296,4	339,9
Totalt antal bredbandskunder	103 917	101 643	101 684	104 726	105 818	105 818	106 984	108 950	112 589	113 691	113 691	122 057	124 000	125 000	126 000	126 000	143 320

Källa: Redeye Research, Bredband2

Värdering

I vår värdering av Bredband2 använder vi oss av diskonterad kassaflödesvärdering (DCF) och en relativvärdering där vi tittar på hur olika globalt verksamma programvarubolag värderas.

DCF-värdering

Vi har använt ett avkastningskrav (WACC) om 12,0 procent. För åren 2014 och 2015 räknar vi med en tillväxt om 14,7 procent samtidigt som rörelsemarginalen antas pendla runt 10 procent för 2014-2015. Under perioden 2016-2022 har vi räknat med en genomsnittlig tillväxt om 9,4 procent och en genomsnittlig rörelsemarginal om 12 procent. Vi har vidare använt en skattesats om 22 procent för hela perioden. Vår DCF-värdering indikerar ett motiverat värde om 0,52 kronor per aktie per aktie.

Relativvärdering

Vi tittar även på hur Bredband2 värderas jämfört med andra telekomoperatörer och fiberleverantörer. Alltele, DGC och Tele2 är direkta konkurrenter till Bredband2. Vi har även tagit med en internationell konkurrent som verkar lokalt inom Tyskland. Alltele och DGC växer även i liknande takt som Bredband2.

Bredband2 värderas till P/E 18,2 respektive 11,1x för 2014E och 2015E samtidigt som medelvärdet för sektorn uppgår till 19,5x respektive 15,3x. Vi noterar att Bredband2 värderas med en viss rabatt mot peergruppen men med en premie mot Alltele. Samtidigt ska man komma ihåg att Alltele har ett momsutlägg som kommer sänka vinsten en aning under 2015 och framåt. Relativvärderingen indikerar tillsammans med vår DCF-värdering att Bredband idag handlas något under sin rätta värdering.

M&A-aktiviteten på telekommarknaden har börjat tillta och denna trend tror vi också ska öka framöver. Bolaget kan både komma att förvärva något mindre fiberbolag men även själva förvärvas. Om någon större operatör skulle lägga bud på Bredband2 är en värdering omkring 0,7 - 0,8 kronor inte otänkbar givet de senaste uppköpen som skett inom branschen.

Relativvärdering		EV/SALES			EV/EBIT			P/E		
Bolag	Börsvärde	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E
ALLTELE*	585	0,8	0,6	0,6	474,2	7,4	7,5	neg	8,9	9,1
DGC ONE AB	1 049	2,0	1,8	1,6	15,3	13,9	11,2	20,4	18,9	15,7
QSC AG	4 159	1,1	1,1	1,0	19,9	22,4	14,7	23,1	28,1	17,9
TELE2 AB-B SHS	37 374	1,5	1,6	1,5	20,7	16,6	14,8	25,1	22,1	18,4
Medel		1,4	1,3	1,2	132,5	15,1	12,0	22,9	19,5	15,3
Bredband2	273	1,1	0,9	0,8	19,7	13,0	7,4	23,8	18,2	11,1

* Baserat på enbart Redeyes estimat
Källa: Redeye Research, Bloomberg

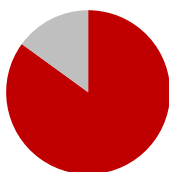
Sammanfattning Redeye Rating

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:

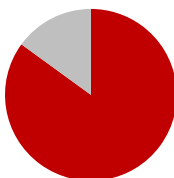
Inga förändringar

Ledning 8,5p



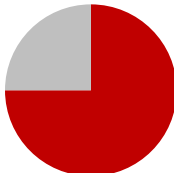
Ledning och styrelse byttes ut för några år sedan och därefter har bolaget succesivt utvecklats bra. Ledningen har styrt in bolaget på en bra linje och har gjort så under kontrollerade former vilket syns i den successiva positiva finansiella utvecklingen.

Ägarskap 8,5p



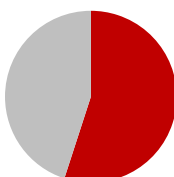
I samband med omstruktureringen av bolaget skedde det även stora ägarförändringar till det bättre. Bolaget har en stabil stark ägarlista. Vi saknar dock en institution bland ägarna.

Tillväxtutsikter 7,5p



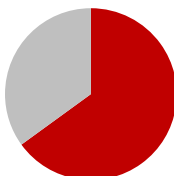
Bredband2 befinner sig i det snabbväxande fibersegmentet inom telekom. Vi anser att bolaget med sin marknadsandel omkring 10 % på den svenska fibermarknaden är en stark spelare vilket man även visat med den senaste tidens större vunna avtal.

Lönsamhet 5,5p



Bredband2 har vuxit med tilltagande lönsamhet under de senaste par åren. Lönsamheten kommer dock från låga nivåer och lönsamhetsnivån är fortfarande låg jämfört med konkurrenter. Vi ser dock god chans till vidare marginalexpansion.

Finansiell styrka 6,5p



Bolagets finansiella styrka har förbättrats den senaste tiden men är fortfarande något svag. Om bolaget fortsätter att växa med lönsamhet väntar vi oss dock att även den finansiella styrkan förbättras, vilket skulle leda till att denna parameter justeras.

Resultaträkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	227	258	296	340	387
Summa rörelsekostnader	-207	-233	-264	-297	-331
EBITDA	20	25	32	43	56
Avskrivningar materiella tillg.	0	-9	-9	-9	-8
Avskrivningar immateriella tillg.	-8	-2	-3	-3	-3
Goodwill nedskrivningar	0	0	0	0	0
EBIT	12	15	20	31	44
Resultatandelar	0	0	0	0	0
Finansnetto	-1	-1	-2	-3	-3
Valutakursdifferenser	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	11	14	18	28	42
Skatt	0	-2	-4	-6	-9
Net earnings	27	11	14	22	33

Balansräkning	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Tillgångar					
Omsättningstillgångar					
Kassa och bank	1	6	28	46	64
Kundfordringar	29	40	19	22	25
Lager	1	3	3	5	6
Andra fordringar	18	19	20	21	21
Summa omsättn.	49	68	71	94	116
Anläggningstillgångar					
Materiella anl.tillg.	18	35	30	27	31
Finansiella anl.tillg.	0	0	0	0	0
Övriga finansiella tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	69	69	69	69	69
Imm. tillg. vid förväv	0	0	0	0	0
Övr. immater. tillg.	9	8	9	10	10
Övr. anlägg. tillg.	0	0	0	0	0
Summa anlägg.	96	112	108	107	110
Uppsk. skatteford.	24	22	16	7	0
Summa tillgångar	170	202	194	207	225

Skulder					
Kortfristiga skulder					
Leverantörsskulder	40	51	44	48	54
Kortfristiga skulder	15	11	15	15	15
Övriga kortfristiga skulder	27	37	30	25	15
Summa kort. skuld	82	99	89	88	84
Räntebr. skulder	11	16	17	17	17
L. icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0
Konvertibler	0	0	0	0	0
Summa skulder	94	115	106	105	101
Uppskj. skatteskuld	0	0	0	0	0
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	77	88	88	103	124
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & E. Kap.	77	88	88	103	124
Summa skulder och E. Kap.	170	202	194	207	225

Fritt kassaflöde	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Omsättning	227	258	296	340	387
Sum rörelsekost.	-207	-233	-264	-297	-331
Avskrivningar	-8	-10	-12	-12	-11
EBIT	12	15	20	31	44
Skatt på EBIT	0	-3	-4	-7	-10
NOPLAT	12	12	16	24	35
Avskrivningar	8	10	12	12	11
Bruttokassaflöde	20	23	28	36	46
Föränd. i rörelsekap	-7	7	7	-8	-7
Investeringar	-19	-26	-8	-10	-14
Fritt kassaflöde	-6	3	26	17	24

Kapitalstruktur	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Soliditet	45%	43%	45%	50%	55%
Skuldsättningsgrad	35%	31%	36%	31%	26%
Nettoskuld	26	21	4	-14	-32
Sysselsatt kapital	102	108	91	89	93
Kapit. oms. hastighet	1.3	1.3	1.5	1.6	1.7

Tillväxt	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Försäljningstillväxt	13%	14%	15%	15%	14%
VPA-tillväxt (just)	518%	-59%	25%	57%	48%

DCF värdering	Kassaflöden, MSEK
Riskpremie	4,0 % NPV FCF (2013-2015)
Betavärde	1,4 NPV FCF (2016-2022)
Riskfri ränta	2,0 % NPV FCF (2023-)
Räntepremie	8,0 % Rörelsefrämjade tillgångar
WACC	12,0 % Räntebärande skulder
Antaganden 2015-2021	Motiverat värde MSEK
Genomsn. förs. tillv.	6,8 %
EBIT-marginal	11,6 %
Motiverat värde per aktie, SEK	0,52
Börskurs, SEK	0,4

Lönsamhet	2012	2013	2014E	2015E	2016E
ROE	43%	14%	16%	23%	29%
ROCE	14%	13%	17%	24%	31%
ROIC	18%	12%	14%	26%	39%
EBITDA-marginal	9%	10%	11%	13%	14%
EBIT-marginal	5%	6%	7%	9%	12%
Netto-marginal	12%	4%	5%	6%	8%

Data per aktie	2012	2013	2014E	2015E	2016E
VPA	0,04	0,02	0,02	0,03	0,05
VPA just	0,04	0,02	0,02	0,03	0,05
Utdelning	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02
Nettoskuld	0,04	0,03	0,01	-0,02	-0,05
Antal aktier	701,00	701,00	701,00	701,00	701,00

Värdering	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Enterprise Value	165,8	287,1	277,0	259,5	241,8
P/E	5,2	23,8	19,5	12,4	8,4
P/S	0,6	1,0	0,9	0,8	0,7
EV/S	0,7	1,1	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA	8,3	11,5	8,7	6,1	4,3
EV/EBIT	13,6	19,7	13,9	8,4	5,4
P/BV	1,8	3,0	3,1	2,7	2,2

Aktiens utveckling	Tillväxt/år	12/14e
1 mån	2,6 %	Omsättning 14,2 %
3 mån	2,6 %	Rörelseresultat, just 27,85 %
12 mån	2,6 %	V/A, just -28,2 %
Årets Början	2,6 %	EK 7,1 %

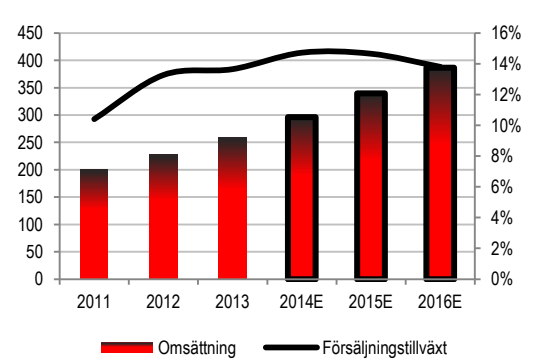
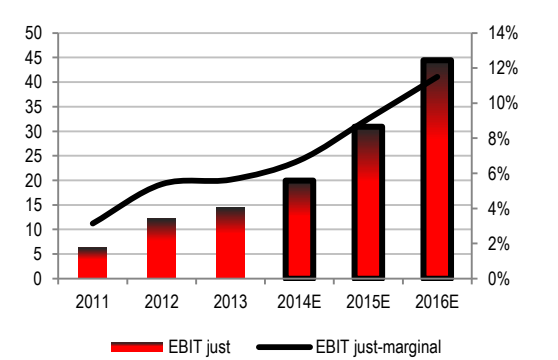
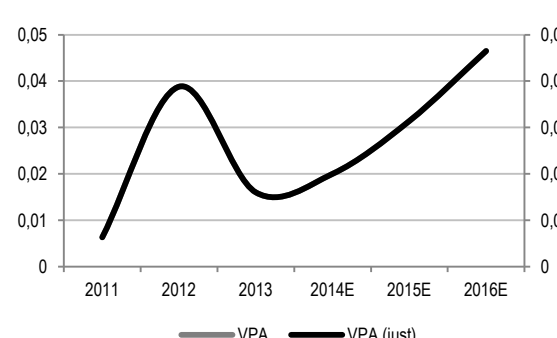
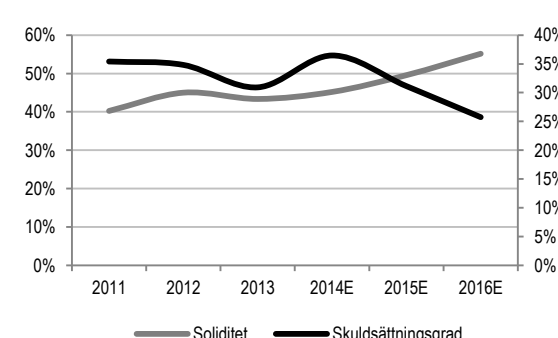
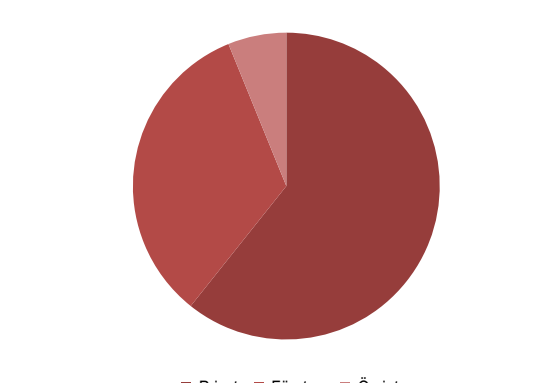
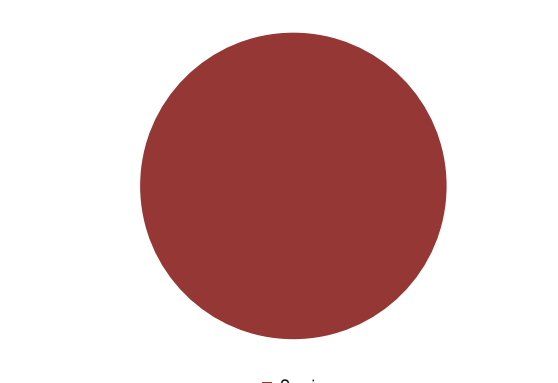
Aktiestruktur %	Röster	Kapital
Lövgren Anders	14,3 %	14,3 %
Berglund Örjan bolag	12,3 %	12,3 %
Danielsson Leif	11,4 %	11,4 %
DCAP i Sverige AB	7,1 %	7,1 %
GWD Group	6,5 %	6,8 %
Gustavia fonder	5,3 %	5,1 %
Handelsbanken Life & Pension LTD	3,8 %	3,8 %
SEB Life International Assurance	2,6 %	2,6 %
Johan Lindh	2,5 %	2,3 %
Avanza Pension	2,4 %	2,2 %

Aktien	
Reuterskod	BRE2.ST
Lista	First North
Kurs, SEK	0,4
Antal aktier, milj	701,0
Börsvärde, MSEK	273,4

Bolagsledning & styrelse	
VD	Daniel Krook
CFO	Claes Fägersten
IR	Daniel Krook
Ordf	Anders Lövgren

Nästkommmande rapportdatum	
Q2 report	July 31, 2014
Q3 report	October 24, 2014
FY 2014 Results	February 05, 2015

Analysiker	Redeye AB
Henrik Senestad	Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
henrik.senestad@redeye.se	114 35 Stockholm

Omsättning & Tillväxt (%)	EBIT (justerad) & Marginal (%)
 Legend: Omsättning (red bars), Försäljningstillväxt (black line)	 Legend: EBIT just (red bars), EBIT just-marginal (black line)
Vinst Per Aktie	Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)
 Legend: VPA (grey line), VPA (just) (black line)	 Legend: Soliditet (grey line), Skuldsättningsgrad (black line)
Produktområden	Geografiska områden
 Legend: Privat (dark red), Företag (medium red), Övrigt (light red)	 Legend: Sverige (dark red)
Intressekonflikter	Verksamhetsbeskrivning
Henrik Senestad äger aktier i bolaget: Nej Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.	Bredband2 fokuserar på framtidens teknologi och är en nationell leverantör av användarvänliga och snabba bredbandstjänster i fiberbaserade nät från Trelleborg i söder till Kiruna i norr. Kunderna erbjuds tjänster som kraftfull uppkoppling till Internet (1 Gbit/s), telefoni, mobilt bredband, TV, säkerhetslösningar och avancerade företagstjänster som företagsnät, datacenter och telefoni. Bolaget är en av Sveriges största leverantörer av internetaccess baserat på optisk fiberteknik med över 100 000 bredbandskunder.

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 (2013-12-12)

Rating	Ledning	Ägarskap	Tillväxt- utsikter	Lönsamhet	Finansiell styrka
7,5p - 10,0p	18	14	8	9	16
3,5p - 7,0p	39	46	27	41	41
0,0p - 3,0p	9	6	31	16	9
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.