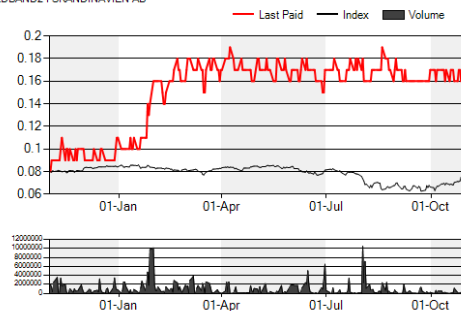
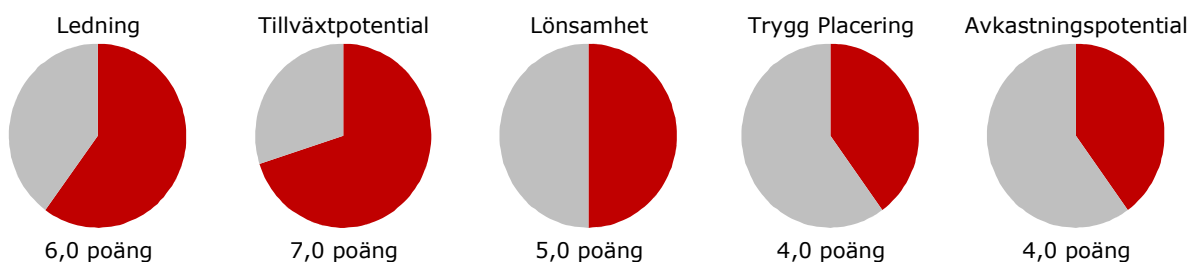


Sammanfattning
Bredband2 (BRE2.ST)
Stark företagsförsäljning i Q3

- Bredband2s Q3-rapport var bättre än väntat och bolaget visar nu för sjunde gången i rad en vinst (EBITDA om +3,7 MSEK). Dessutom var försäljningen (51 MSEK) och bruttomarginalen (32 procent) bättre än förväntat vilket berodde på bra kundintag, framförallt inom företagssidan.
- Bolagets kassaflöde var svagt positivt i kvartalet. Dock så fortsatte Bredband2s kassa i slutet av Q3 att vara liten om 0,4 MSEK (4 MSEK inklusive checkräkningskredit) och således kan inte framtida emissioner uteslutas.
- Vi har justerat upp våra estimat och vårt DCF-värde (0,18 kronor per aktie) efter en bra rapport. Men eftersom Bredband2-aktien har stigit med hela 55 procent under 2011, så är värderingen inte speciellt låg.

Lista: First North
 Börsvärde: 119 MSEK
 Bransch: Telekomoperatör
 VD: Daniel Krook
 Styrelseordf.: Anders Lövgren

BREDBAND2 I SKANDINAVIEN AB


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2009	2010	2011e	2012e	2013e	Fakta	
Omsättning, MSEK	175	182	198	216	232	Aktiekurs (SEK)	0,17
Tillväxt	42%	4%	9%	9%	8%	Antal aktier (milj)	701,0
EBITDA	-10	9	11	16	21	Börsvärde (MSEK)	119
EBITDA-marginal	-6%	5%	6%	7%	9%	Nettoskuld (MSEK)	21
EBIT	-30	6	7	12	18	Free float (%)	44,0
EBIT-marginal	-17%	3%	3%	6%	8%	Dagl oms. ('000)	900
Resultat före skatt	-31	4	5	11	17		
Nettoresultat	-26	4	5	11	17		
Nettomarginal	-15%	2%	2%	5%	7%		
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Analytiker:	
VPA	-0,06	0,01	0,01	0,02	0,02	Greger Johansson	
VPA just	-0,06	0,01	0,01	0,02	0,02	greger.johansson@redeye.se	
P/E just	-2,7	27,4	25,5	11,3	7,2		
P/S	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5		
EV/S	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6		
EV/EBITDA just	-11,1	14,4	12,7	8,7	6,6		

Viktig information: All information kring ansvarsbegränsningar och potentiella intressekonflikter finns att läsa i slutet av rapporten.

Redeye Rating: Bakgrund och definition

Avsikten med Redeyes Rating är att den ska ge en bra bild av potential i förhållande till risk i aktien. Redeyes Rating utgörs av fem värderingsnycklar. Varje värderingsnyckel består av en sammanvägning av ett antal faktorer som värderas på en betygskala från 0 till 2 poäng (2 poäng: Bra/Utmärkt, 1 poäng: Godkänd/Tillfredsställande, 0 poäng: Dålig/Bristfällig).

I Redeyes interna handbok specificeras på ett standardiserat sätt vad som krävs för varje enskilt faktorbetyg. I vissa fall kan en faktor viktas mer/mindre om den anses extra viktig/oviktig. Maxpoängen för en värderingsnyckel är 10 poäng (full cirkel=röd cirkel). Minpoängen är 0 poäng (tom cirkel=grå cirkel). Det är alltså det sammanlagda betyget som ligger till grund för Redeyes Rating av aktien, inte de individuella faktorbetygen.

Ledning

De faktorerna som utgör bedömning av ledningen är 1) historik, 2) branschfarenhet, 3) marknadskommunikation och 4) motivation. Faktorn historik viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Tillväxtpotential

De faktorerna som utgör bedömning av tillväxtpotential är 1) marknadsstorlek, 2) marknadstillväxt, 3) samarbeten, 4) produkt differentiering och 5) konkurrenssituation. Kriterierna väger lika tungt i den sammantagna bedömningen av värderingsnyckeln tillväxtpotential.

Lönsamhet

De faktorerna som utgör bedömning av lönsamhet är 1) stabil vinstutveckling, 2) bruttomarginal, 3) EBIT-marginal och 4) avkastning på eget kapital. Faktorn stabil vinstutveckling viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig.

Trygg placering

De faktorerna som utgör bedömning av trygg placering är 1) oberoende av enstaka händelser, 2) finansiell situation, 3) ägarstruktur, 4) konjunktürkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorn oberoende av enstaka händelser viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna konjunktürkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Avkastningspotential

De faktorerna som utgör bedömning av avkastningspotential är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers, 5) oupptäckt aktie och 6) insynshandel. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers, marknadsförväntningar, oupptäckt aktie och insynshandel viktas med 0,5x.

Hög bruttomarginal

Den senaste längre Redeye-analysen på Bredband2 publicerades i samband med bolagets Q1'11-rapport i april 2011 och detta är den första större uppdateringen sedan dess.

Stabil Q2-rapport

Q2-rapporten var mer eller mindre som våra förväntningar. Bolaget visade en mindre vinst (EBITDA om +2,2 MSEK) och försäljningen av mervärdestjänster samt intaget av nya kunder (+ 4000 stycken) var bättre än förväntat. Dock så var bolagets kassa i slutet av Q2 endast 0,2 MSEK. Vi gjorde inte några större justeringar på våra estimat eller vårt DCF-värde (0,16 kronor/aktie). För mer information runt Q2-rapporten se följande kortare notis samt VD-intervju:

<http://www.redeye.se/rapportfokus>

<http://www.redeye.se/intervju/bredband2/bredband2-stark-aktie-och-hog-kundtillvaxt>

Klart godkänd Q3-rapport

Q3'11-rapporten – bra försäljning

Bredband2s Q3-rapport var klart godkänd. De viktigaste positiva aspekterna i rapporten var att försäljningen, kundintaget och bruttomarginalen var något bättre än förväntat. Som en konsekvens av bra försäljning och starkt bruttomarginal, visade bolaget återigen en förbättrad EBITDA-vinst. Den enda negativa aspekten i rapporten var att kassan fortsätter att befinna sig på en mycket låg nivå, trots ökande räntebärande skulder.

...dock fortsatt liten kassa trots ökande räntebärande skulder

Tabell 1: Faktiskt utfall vs. prognos				
SEKm	Q2'11	Q3'11E	Utfall	Diff
Försäljning	48,8	49,0	50,5	3%
EBITDA	2,2	3,1	3,7	21%
EBIT	1,1	2,1	2,4	15%
PTP	0,8	1,7	2,1	23%
VPA, SEK	0,001	0,002	0,003	23%
Försäljningstillväxt (YoY)	11%	7%	10%	50%
Bruttomarginal	30%	30%	32%	4%
EBITDA marginal	4%	6%	7%	17%
VPA tillväxt (YoY)	-15%	8%	33%	310%

Källa: Redeye Research, Bredband2

Något bättre försäljningssiffra

Den totala försäljningen i Q3 kom in på 50,5 miljoner kronor mot våra förväntningar om 49,0 miljoner kronor. Således var försäljningen 3 procent bättre än väntat. Den primära anledningen till bättre försäljning var bra kundintag (se nedan), framförallt inom företagssidan.

Från och med 2009 började bolaget redovisa antalet tjänster i stället för antal kunder. I Q3 hade bolaget sålt 103 773 bredbandstjänster (bredband

2 793 stycken fler kunder/tjänster således under Q3'11 –positivt

Företagssidan gick mycket bra i Q3

till öppna nät, exklusiva nät och företag). Denna siffra var klart högre än i Q2 och visar på ett nettotillskott om 2 793 tjänster/kunder varav största delen inom öppna nät. Således verkar bolaget nu fått stopp på kundtappet (churnen) och därmed kunnat ta in rejält med nya tjänster/kunder under kvartalet. Detta är mycket bra och vi tror att den positiva trenden kan fortsätta framöver.

Bolaget nämnde också i rapporten att företagssidan går allt bättre. Detta kan vi också se i siffrorna, nämligen att antalet företagskunder ökade med 241 stycket - vilket är det högsta någonsin. Just företagskunderna genererar betydligt högre ARPU och dessutom, i de flesta fallen, så är även kontrakten långa (typiskt 36 månader).

Tabell 2: Bredbandskunder

Antal tjänster/kunder	Q2'09	Q3'09	Q4'09	2009	Q1'10	Q2'10	Q3'10	Q4'10	2010	Q1'11	Q2'11	Q3'11
Bredband, öppna nät	64 208	64 472	62 268	62 268	62 308	62 158	63 787	76 564	76 564	78 589	82 344	84 800
tillväxt	-3 346	264	-2 204	-3 695	40	-150	1 629	12 777	14 296	2 025	3 755	2 456
Bredband, exklusiva nät	14 309	14 401	15 291	15 291	15 228	16 087	16 157	16 205	16 205	16 553	16 605	16 701
tillväxt	695	92	890	1 785	-63	859	70	48	914	348	52	96
Bredband, företag	1 588	1 605	1 609	1 609	1 645	1 671	1 703	1 745	1 745	1 866	2 031	2 272
tillväxt	12	17	4	344	36	26	32	42	136	121	165	241
Totalt bredbandskunder	80 105	80 478	79 168	79 168	79 181	79 916	81 647	94 514	94 514	97 008	100 980	103 773
varav White Lable			3 723	3 723	3 904	4 318	4 464	15 642	15 642	15 663	17 067	17 094

Tabell 3: Tilläggstjänster*

Antal tjänster/kunder	Q2'09	Q3'09	Q4'09	2009	Q1'10	Q2'10	Q3'10	Q4'10	2010	Q1'11	Q2'11	Q3'11
IP-Telefoni	6196	6305	6315	6315	6426	7404	8207	9042	9042	10274	12136	13095
Netto nya	53	109	10	193	111	978	803	835	2727	1232	1862	959
penetration	7,7%	7,8%	8,0%	8,0%	8,1%	9,3%	10,1%	9,6%	9,6%	10,6%	12,0%	12,6%
Säkerhetstjänster	3953	4011	3517	3517	3860	4001	4911	4747	4747	4865	5023	5082
Netto nya	42	58	-494	-332	343	141	910	-164	1230	118	158	59
penetration	4,9%	5,0%	4,4%	4,4%	4,9%	5,0%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,9%
Totalt	10149	10316	9832	9832	10286	11405	13118	13789	13789	15139	17159	18177

*Antalet IP-TV-kunder redovisas ej längre av Bredband2

Källa: Redeye Research, Bredband2

Okej försäljning av mervärdetjänster i kvartalet

Den andra tabellen som bolaget redovisar är tilläggs-/mervärdetjänster (IP-telefon och Säkerhetstjänster). Här hade bolaget under Q3 ökat på antalet tilläggstjänster med 1 018 stycken till 18 177 stycken. Detta är godkänt och bör medföra ökade intäkter per kund (ARPU) framöver.

...således ökade antalet sålda tjänster med 3811 stycken

Det totala antalet sålda tjänster (bredbandskunder+tjänster) ökade med 3 811 från 118 139 stycken i Q2'11 till 121 950 stycken i Q3. Vi tror att antalet sålda tjänster under 2011 och 2012, kan fortsätta ligga på en nettotillväxt (organiskt) om cirka 3 000-5 000 stycken per kvartal. Detta är en klart högre siffra än vad bolaget visade under 2010.

Ökad mervärdesförsäljning ledde troligen till stabilisering av ARPUn

Tyvärr redovisar Bredband2 inte snittintäkten per kund (ARPU) men vi tror att våra förväntningar om ARPU (totala intäkter/totalt antal bredbandskunder) i Q3 var ungefär som väntat. Troligen låg ARPUn för Bredband2 runt 162 kronor per bredbandskund. Vi tror att denna siffra kan

öka något framöver när antalet företagskunder och mervärdesförsäljningen tar fart.

Bruttomarginal och resultat

Stark bruttomarginal i Q3

I Q3 uppnådde bolaget en bruttomarginal om 31,7 procent. Detta är väldigt positivt eftersom det visar på en klar förbättring jämfört med de lägre nivåerna under delar av 2009 och 2010. Framgent tror vi bolaget kan bibehålla denna nivå och till och med marginellt öka den, dels på grund av att bolaget nu lägger större fokus på företagskunder men även på grund av en ökad mervärdesförsäljning.

Kostnaderna för personal och övriga externa kostnader var något högre än förväntat under Q3, dock inget markant. Antalet anställda ökade med två personer till 53 stycken under kvartalet.

Rörelseresultatet blev bättre än väntat

Med en bättre försäljning, en stark bruttomarginal men med en något högre kostnads massa blev rörelseresultatet före avskrivningar (EBITDA) cirka 0,6 miljoner kronor bättre än förväntat (+3,7 miljoner kronor jämfört med våra förväntningar om +3,1 miljoner kronor). Med något högre avskrivningar om 1,3 miljoner kronor vs 1,2 miljoner kronor, blev rörelseresultatet även det bättre än väntat.

I dagsläget gör inte Bredband2 några avskrivningar på Adamoförvärvet vilket kan medföra ökade avskrivningar framöver. Även bolagets goodwillpost är stor vilket också utgör en viss risk för potentiell nedskrivning om utväxlingen av Adamo-förvärvet uteblir i det längre perspektivet.

Bolagets finansiella kostnader låg på en stabil nivå i Q3 om 0,3 miljoner kronor. Vi tror att de finansiella kostnaderna framöver kommer att ligga runt 0,3-0,5 miljoner kronor per kvartal.

Kassan och kassaflödet

Kassaflödet från verksamheten var positivt

Kassaflödet i kvartalet var marginellt positivt om 0,2 miljoner kronor. Även kassaflödet från den löpande verksamheten i Q3 var positivt om 1,5 miljoner kronor, detta trots att förändringen av rörelsekapitalet var negativ. Bredband2 fortsatta under kvartalet att investerar (cirka 2,3 miljoner kronor), framförallt i uppgradering av aktiv utrustning från Cisco. Framöver, tror vi att kassaflödet från den löpande verksamheten kommer att fortsätta att vara positivt.

Liten kassa om endast 0,4 miljoner kronor – emission kan inte uteslutas

Bredband2s kassa fortsatte på en låg nivå (0,4 miljoner kronor), trots att den räntebärande nettoskulden ökade något under Q3 till 21,4 miljoner kronor (Q2: 20,6 miljoner kronor). Disponibla likvida medel inklusive utnyttjad del av befintlig checkräkningskredit uppgick till 4 miljoner vid periodens utgång. Detta är inte speciellt mycket, å andra sidan är finansieringen nu bättre i bolaget än vad den var under 2010 eftersom

Bredband2 nu har löst Labs2-tvisten samt också erhållit ett låneavtal med Danske Bank. Å andra sidan eftersom kassan fortsatt är liten, kan inte en nyemission framöver uteslutas.

Affär i Luleå – låga intäkter i början

Luleå-affären genererar inga större intäkter på kort sikt

Bredband2 annonserade i början av oktober 2010 att de vann en större upphandling för leverans av bredband till 11 000 hushåll i Luleå (Lulebo). Avtalet löper på 3 år med start den första januari 2011 och avser leverans av bredband till samtliga hyresgäster inom Lulebo. Bolaget indikerade i samband Q1-rapporten att leveransen var genomförd vilket medförde att bolaget från och med Q2 kunde börja sälja på kundbasen mervärdestjänster. Det är just mervärdestjänsterna som Bredband2 kommer få sina intäkter ifrån eftersom själva bredbandstjänsten är gratis för användaren. VD:n i Bredband2 har indikerat att försäljningen har kommit igång men hittills är det endast mindre intäkter från detta avtal.

Framtiden – 2011 och 2012

Bredband2 bör erhålla skalfördelar under 2011.....

Vi ser nu att Bredband2 har 103 773 kunder (cirka 122 000 sålda tjänster) i slutet av Q3 och befäster därmed sin position som en av Sveriges största bredbandsoperatörer via fiber. Då bolaget under 2008-2010 integrerade Adamoförvärvet, rensade ut dåliga kunder, bytte ut Lab2s system, började anställa försäljare, är det först under 2011 som vi har börjat se resultatet av detta. Dessutom börjar Bredband2 nu erhålla mer skalfördelar i drift, underhåll, samtrafik, marknadsföring samt kundintag. Intag av helt nya kunder tog fart i under första kvartalet 2011 och kommer troligen fortsätta i god takt framöver då bolaget nu kan fokusera på detta.

En stor potential de närmaste åren för Bredband2 blir de allmännyttiga bostadsbolagen (SABO). I takt med att dessa öppnar upp sina bredbandsnät för konkurrens finns det stora möjligheter för Bredband2 att slåss om 725 000 av dessa potentiella kunder.

Ett annat sätt för bolaget att lyfta intäkterna än att bara öka antalet kunder är att öka snittintäkten per kund (ARPU) samt satsa på nya kundgrupper. Vi har noterat att t.ex. priserna på stadsnätsmarknaden under 2009 var på väg upp. Å andra sidan börjar konkurrensen återigen att öka. Bredband2 har dessutom under de senaste åren lanserat tilläggstjänster som t.ex. IP-telefoni, IP-TV, flera olika supporttjänster, ny kundportal, bättre kontaktcenterlösning och diverse säkerhetstjänster vilket medför att vi tror att Bredband2s fortsatta försäljningsmöjligheter är intressanta.

Nya tjänster kan driva på försäljningstillväxten under 2011/2012

Ökad satsning på företag

Dessutom har bolaget satsat mer resurser på företagssidan vilket också kan medföra högre ARPU. I oktober 2010 annonserade bolaget sin företagssatsning kallad Bredband2business. Detta innebär bland annat 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. Således finns det

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

Förvärv i sektorn kan förekomma

Vi tror också att det kommer uppstå förvärvsmöjligheter på bredbandsmarknaden. Framförallt är det mindre förvärv som i svåra tider nu är tillgängliga för relativt överkomliga priser. Vi tror dock att Bredband2 har lite svårt finansiellt att faktiskt göra några mer större förvärv. Dock kan inte mindre förvärv uteslutas. Dessutom tror vi att en konsolidering bland mellanstora operatörer så som Bredband2, Phonera, AllTele, Bahnhof och DGC inte är helt utesluten de närmaste åren.

Prognosrevideringar – upp

Vi har justerat upp våra estimat

Vi har gjort mindre justeringar på våra estimat för 2011 och 2012. Detta beror på den något bättre försäljningen och bättre bruttomarginal i Q3. Å andra sidan var kostnaderna marginellt högre än förväntat. Vi räknar nu med en försäljning om 198 miljoner kronor för 2011 (196 miljoner kronor) och ett rörelseresultat före avskrivningar om 11,3 miljoner kronor (10 miljoner kronor). VPA 2011 är nu 0,007 kronor per aktie (0,006 kronor).

Detaljerade estimat

Vi tror att Q4s försäljning blir något bättre än Q3

Nedan följer våra detaljerade estimat för de närmaste kvartalen och åren. Vi tror att försäljningen i Q4'11 blir något bättre än i Q3 i huvudsak beroende på ett fortsatt bra kundintaget. Vi tror dock att resultat i Q4 blir något sämre än då kostnaderna i fjärde kvartalet är klart högre (säljbonusar och mindre semestereffekt).

Tabell 4: Detaljerat estimat													
SEKm	2009	Q1'10	Q2'10	Q3'10	Q4'10	2010	Q1'11	Q2'11	Q3'11	Q4'11E	2011E	2012E	2013E
Försäljning	175,4	45,0	44,0	45,8	46,9	181,8	48,0	48,8	50,5	51,0	198,3	215,5	232,4
EBITDA	-10,0	1,8	2,0	2,7	2,5	8,9	2,2	2,2	3,7	3,0	11,1	16,1	21,2
EBIT	-29,6	1,1	1,2	2,0	1,7	6,0	1,4	1,1	2,4	1,8	6,7	12,1	17,5
PTP	-31,1	0,6	0,9	1,6	1,3	4,4	0,5	0,8	2,1	1,4	4,7	10,6	16,5
VPA, SEK	-0,064	0,001	0,001	0,002	0,002	0,006	0,001	0,001	0,003	0,002	0,007	0,015	0,024
Försäljningstillväxt (YoY)	42%	1%	4%	2%	8%	4%	7%	11%	10%	9%	9%	9%	8%
Bruttomarginal	25%	30%	31%	30%	31%	30%	30%	30%	32%	31%	31%	31%	32%
EBITDA marginal	-6%	4%	4%	6%	5%	5%	5%	4%	7%	6%	6%	7%	9%
VPA tillväxt (YoY)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	-21%	-15%	33%	6%	7%	126%	56%

Källa: Redeye Research, Bredband2

Vi har också tagit med en tabell (nedanstående) för att visa våra bakomliggande antaganden till våra estimat. Denna innehåller bland annat antagande om ARPU, antal kunder och tillväxt. ARPU-siffrorna redovisar bolaget inte.

Tabell 5: Kundtillväxt, ARPU													
	2009	Q1'10	Q2'10	Q3'10	Q4'10	2010	Q1'11	Q2'11	Q3'11	Q4'11E	2011E	2012E	2013E
Bredbandskunder totalt, tusental	79,2	79,2	79,9	81,6	94,5	94,5	97,0	101,0	103,8	106,3	106,3	114,1	122,1
Kundtillväxt (YoY)	-2%	-4%	0%	1%	19%	19%	23%	26%	27%	12%	12%	7%	7%
ARPU, SEK	181	190	184	187	166	181	165	161	162	162	163	163	164
Tillväxt (YoY)	7%	5%	4%	1%	-10%	0%	-13%	-12%	-13%	-2%	-10%	0%	1%

Källa: Redeye Research, Bredband2

Värdering – inte låg efter kursrally

Studerar vi värderingen så tycker vi fortsatt att den är något ansträngd. Detta speciellt efter att aktien ha stigit med cirka 55 procent under 2011.

DCF-värdet har höjts något till 0,18 kronor per aktie från 0,16 kronor per aktie

Eftersom vi har höjt vinstestimatet och antalet kunder framöver, bli det nya DCF-värdet något högre än tidigare, nämligen 0,18 kronor per aktie (tidigare 0,16 kronor per aktie). Således ser vi att den fundamentala uppsidan är något begränsad. Värderingen per kund ligger nu på cirka 1100 kronor vilket också är något högt.

Något ansträngd värdering och vinstmultiplarna är högre jämfört med liknande bolag, förutom EV/S

EV/EBITDA-multipeln för 2011 är 13x samt p/e-talet för 2011 är 26x (ingen skatt medräknad) vilket är högre jämfört med liknande bolag. Å andra sidan så har Bredband2 vänt till vinst betydligt mycket senare än övriga konkurrenter vilket kan föranleda, i alla fall på kort sikt, att de ska handlas till en mindre premie. Tittar vi å andra sidan på EV/S-multipeln för Bredband2 så är den tillsammans med AllTele lägst jämfört med de övriga operatörerna. Detta är positivt. Däremot är bolagets finansiering inte så stark.

Tabell 6: Relativvärdering

Bolag (SEKm)	Aktiekurs	Börsvärde	P/E		EV/EBITDA		EV/sales		Försäljning			Tilväxt	Bruttomarginal
			2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2010	2011E	2012E	2011E	
Grupp 1													
TELENOR ASA	111,3	178959	10,6	8,9	5,4	5,0	1,8	1,7	115052	119941	124840	4%	60 - 70%
TELIASONERA AB	44,2	191173	9,3	8,9	7,0	6,8	2,5	2,4	104009	107116	109146	3%	45 - 50%
TELE2 AB-B SHS	132,1	59016	10,6	9,4	5,8	5,3	1,6	1,6	40637	43446	44711	7%	40 - 45%
Grupp 2													
ALLTELE ALLMAENNA	26,5	328	-42,5	9,2	13,5	4,0	0,6	0,4	372	592	813	59%	30 - 40%
BAHNHOF AB-B SHS	30,2	302	8,7	7,3	4,7	3,9	0,9	0,8	237	320	379	35%	40 - 50%
DGC ONE AB	50,8	440	14,8	10,6	5,1	4,0	1,1	1,0	296	374	419	26%	60 - 70%
PHONERA AB	50,5	403	7,2	8,6	6,0	5,2	1,1	1,0	335	397	424	18%	45 - 50%
BREDBAND2 I SKAN	0,17	119	25,5	11,3	12,6	8,7	0,7	0,6	182	198	216	9%	25 - 35%
Medel (Grupp 2)			-2,9	8,9	7,3	4,3	0,9	0,8					
Median (Grupp 2)			7,9	8,9	5,5	4,0	1,0	0,9					

Källa: Bloomberg

Aktieutveckling – mycket stark

Aktieutvecklingen under större delen av 2010 var relativt stabil. Dock så började aktien gå riktigt starkt i slutet av 2010 då bland annat tvisten med Labs2 löstes. Därmed steg aktien med 37,5 procent under 2010.

Mycket bra aktieutvecklingen under slutet av 2010 och början av 2011

Den positiva aktieutvecklingen fortsatte under början av 2011 då finansieringslösningen med Danske Bank annonserade, Q4-rapporten visade på stabilitet samt att flera insiders hade köpt på sig aktier. Både Q1 och Q2-rapporterna visade på en robust utveckling. Q3-rapporten var något bättre än våra förväntningar och därmed är aktie upp hela 55 procent under 2011.

Tittar vi i insiderlistan och i ägarlistan så har det skett några större avslut under 2011. Anders Lövgren (styrelseordförande) har i flera olika omgångar ökat på sitt innehav (totalt innehav om 14,3 procent i slutet av september). Även CIO/CTO:n Tobias Bengtsson så väl som Avanza har förvärvat aktier under året. Gustavus Capital och Handelsbanken har å andra sidan minskat sina innehav.

Aktievolymerna under 2010 låg strax under 0,9 miljoner aktier om dagen. Detta ökade något i slutet av året för att under de tre första kvartalen under 2011 ligga på cirka 1,0 miljoner aktier per dag. Således har handeln i aktien ökat något under 2011.

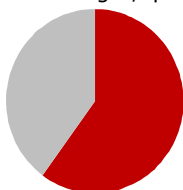
Sammanfattning Redeye Rating

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

Ratingförändringar i denna rapport:

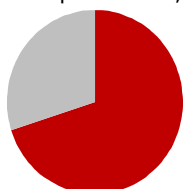
Vi har inte gjort några Rating-förändringar i samband med Q3-rapporten.

Ledning 6,0p



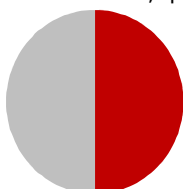
Kommentar: Ledningen är relativt ny, styrelsen har breddats och verksamheten städats. Historiken i bolaget är dock brokig och viktiga nyckeltal såsom ARPU och churn saknas i rapporteringen, vilket är ett minus.

Tillväxtpotential 7,0p



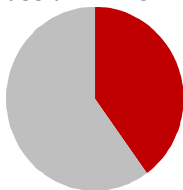
Kommentar: Tillväxten i marknaden för fiberuppkopplingar väntas bli god. Bredband2 är väl positionerade inför utrullning i nya stadsnät. Dock erbjuder flera konkurrenter liknande tjänster som Bredband2.

Lönsamhet 5,0p



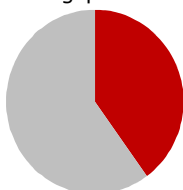
Kommentar: Lönsamheten i bolaget har varit varierande, dock så har bolaget nu i flera kvartalet i rad visat på vinst. Även bruttomarginalen har förbättrats radikalt och ligger över 30%. Vi tror på ett fortsatt förbättrat rörelseresultat.

Trygg placering 4,0p



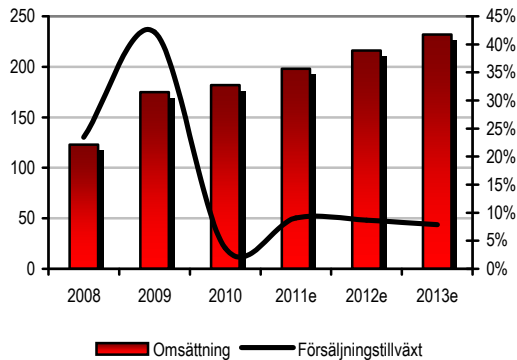
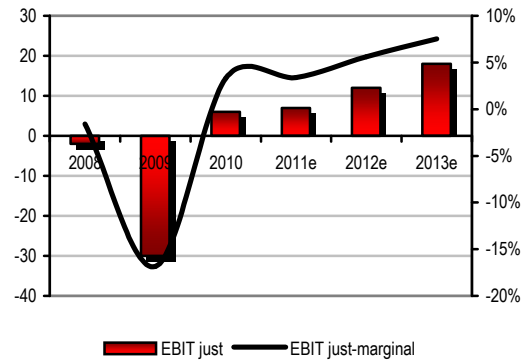
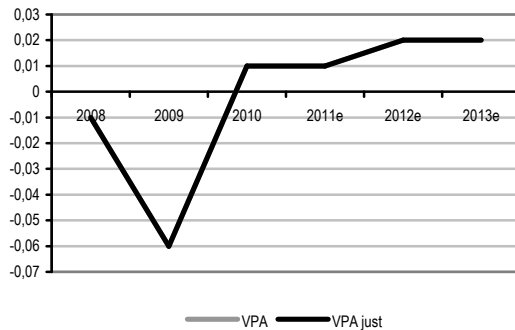
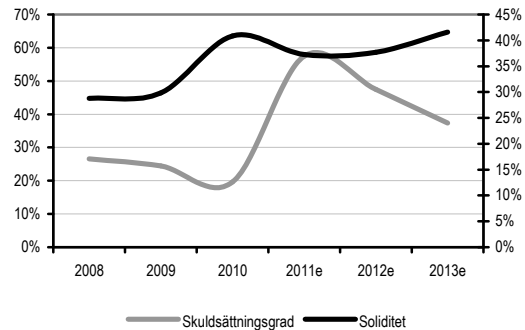
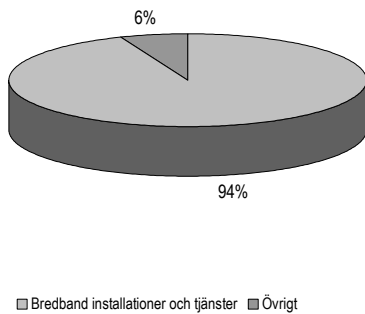
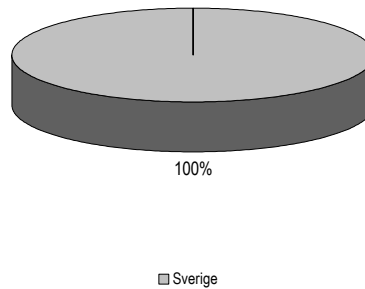
Kommentar: Bredband2s kassa är begränsad vilket inte kan utesluta framtida emissioner. Dock så är Labs2-stämningen löst och bolaget har fått en bra ny kredit med Danske Bank under 2011. Likviditeten i aktien är låg men bolaget är relativt konjunkturokänsligt.

Avkastningspotential 4,0p



Kommentar: Marknaden för fiberanslutningar erbjuder stora värden i framtiden. Å andra sidan då aktien har gått mycket starkt under 2011, visar vår DCF-modell en begränsad uppsida och värdet per kund börjar bli något högt. Flera insiders har dock köpt aktier.

Resultaträkning, MSEK						DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
Omsättning	175	182	198	216	232	Riskpremie (%)	8,3	NV FCF (2011-13)	28,6		
Summa rörelsekostnader	-185	-173	-187	-199	-211	Betavärde	1,4	NV FCF (2014-16)	28,8		
EBITDA	-10	9	11	16	21	Risikfri ränta (%)	3,0	NV FCF (2017-)	54,0		
Avskrivningar	-19	-3	-4	-4	-4	Räntepremie (%)	4,0	Rörelsefrämjade tillgångar	23,7		
EBIT	-30	6	7	12	18	WACC (%)	13,8	Räntebärande skulder	9,0		
Resultatandelar	0	0	0	0	0	Antaganden 2014-16 (%)		Motiverat värde	126,2		
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	Genomsn. förs. tillv.	5,0	Motiverat värde per aktie, SEK	0,18		
Finansiella kostnader	-2	-2	-2	-2	-1	EBIT-marginal	7,4	Börskurs, SEK	0,17		
Resultat före skatt	-31	4	5	11	17	Lönsamhet	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Skatt	5	0	0	0	0	Avk. på eget kapital (ROE)	-62%	10%	10%	19%	24%
Nettoresultat	-26	4	5	11	17	ROCE	-55%	11%	10%	14%	18%
Resultaträkning just, MSEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e	ROIC	-46%	11%	10%	14%	18%
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	EBITDA-marginal (just)	-6%	5%	6%	7%	9%
EBITDA just	-10	9	11	16	21	EBIT just-marginal	-17%	3%	3%	6%	8%
EBIT just	-30	6	7	12	18	Netto just-marginal	-15%	2%	2%	5%	7%
PTP just	-31	4	5	11	17	Data per aktie, SEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Nettoresultat just	-26	4	5	11	17	VPA	-0,06	0,01	0,01	0,02	0,02
Balansräkning, MSEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e	VPA just	-0,06	0,01	0,01	0,02	0,02
Tillgångar						Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<i>Omsättningstillgångar</i>						Nettoskuld	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kassa och bank	18	1	4	25	45	Antal aktier	406,6	701,0	701,0	701,0	701,0
Kundfordringar	16	12	14	17	19	Värdering	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Lager	1	2	2	3	3	Enterprise value	111	128	141	141	141
Andra fordringar	16	12	17	20	23	P/E	-2,7	27,4	25,5	11,3	7,2
Summa omsättningstillg.	51	26	37	65	90	P/E just	-2,7	27,4	25,5	11,3	7,2
<i>Anläggningstillgångar</i>						P/S	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5
Materiella anl.tillg.	5	4	14	13	12	EV/S	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6
Finansiella anl.tillg.	9	8	8	8	8	EV/EBITDA just	-11,1	14,4	12,7	8,7	6,6
Goodwill	69	69	72	72	72	EV/EBIT just	-3,8	21,2	21,0	11,7	8,0
Balans. utv. kostn.	5	4	4	4	4	P/BV	2,9	2,6	2,4	2,0	1,5
Övr. immateriella tillg.	0	0	0	0	0	Aktiens utveckling		Tillväxt/år		10/12e	
Summa anläggningstillg.	88	86	98	97	97	1 mån	0,0%	Omsättning		8,5%	
Summa tillgångar	139	112	135	162	187	3 mån	13,3%	Rörelseresultat, just		27,7%	
Skulder						12 mån	88,9%	V/A, just		-28,9%	
<i>Kortfristiga skulder</i>						Årets Början	54,5%	EK		13,9%	
Leverantörsskulder	38	31	34	38	42	Aktiestructur %		Röster		Kapital	
Övriga icke ränteb. skulder	49	26	22	34	38	Lövgren Anders		14,3		14,3	
Summa kortfristiga skulder	87	57	56	72	80	Berglund Örjan bolag		11,5		11,5	
Långa icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0	Danielsson Leif		11,4		11,4	
Räntebärande skulder	10	9	29	29	29	DCAP i Sverige AB		7,1		7,1	
Summa skulder	98	66	85	101	109	Utländska ägare		6,1		6,1	
Avsättningar	0	0	0	0	0	Gustavus Capital		6,0		6,0	
Eget kapital	41	46	50	61	78	Avanza Pension		2,4		2,4	
Minoritet	0	0	0	0	0	Gwd Group		1,7		1,7	
Minoritet & Eget Kapital	41	46	50	61	78	Lindström Jöns Petter		1,6		1,6	
Summa skulder och eget kapital	139	112	135	162	187	Linds Johan		1,6		1,6	
Fritt kassaflöde, MSEK	2009	2010	2011e	2012e	2013e	Aktien					
Omsättning	175	182	198	216	232	Reuterskod				BRE2.ST	
Summa rörelsekostnader	-185	-173	-187	-199	-211	Lista				First North	
Avskrivningar	-19	-3	-4	-4	-4	Kurs, SEK				0,17	
EBIT	-30	6	7	12	18	Antal aktier, milj				701,0	
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	5	0	0	0	0	Börsvärde, MSEK				119	
NOPLAT	-25	6	7	12	18	Börspost				1	
Avskrivningar	19	3	4	4	4	Bolagsledning & styrelse					
Bruttokassaflöde	-5	9	11	16	21	VD		Daniel Krook			
Förändring i rörelsekapital	23	-7	-9	9	3	CFO		Claes Fägersten			
Investeringar	-4	2	-9	-3	-3	IR		Daniel Krook			
Fritt kassaflöde	14	3	-7	22	21	Ordf		Anders Lövgren			
Kapitalstruktur	2009	2010	2011e	2012e	2013e	Nästkommend rapportdatum					
Soliditet	30%	41%	37%	38%	42%	Q4-rapport		2012-02-21			
Skuldsättningsgrad	24%	20%	57%	48%	37%	Analytiker				Redeye AB	
Nettoskuld	-8	8	25	4	-16	Greger Johansson				Mäster Samuelsgatan 42, 10tr	
Sysselsatt kapital	52	55	79	90	107	greger.johansson@redeye.se				114 35 Stockholm	
Kapitalets oms. hastighet	3,3	3,4	3,0	2,5	2,4	Tillväxt	2009	2010	2011e	2012e	2013e
Tillväxt	2009	2010	2011e	2012e	2013e	Försäljningstillväxt	42%	4%	9%	9%	8%
VPA-tillväxt (just)	n.m.%	n.m.%	7%	126%	56%	VPA-tillväxt (just)					
Tillväxt eget kapital	-4%	10%	10%	21%	27%	Tillväxt eget kapital					

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Produktområden

Geografiska områden

Intressekonflikter

Greger Johansson äger aktier i bolaget Bredband2: Nej

Redeye utför/har utfört tjänster åt bolaget och erhåller/har erhållit ersättning från bolaget i samband med detta.

Verksamhetsbeskrivning

Bredband2, noterat på OMX First North är en ledande bredbandsoperatör i öppna stadsnät med verksamhet i Stockholm, Malmö och Umeå. Bolaget är Sveriges näst största operatör av internetaccess i fibernät till privatpersoner med närvaro i ca 125-talet stadsnät från Malmö i söder till Umeå i norr. Ett brett utbud av tjänster och dygnet-runt-support erbjuds till alla kunder. Förutom Internetaccess säljer Bredband2 även tilläggstjänster som bland annat inkluderar säkerhetspaket, IP-TV och IP telefoni samt colocation, hosting och domäner. År 2010 omsatte Bredband2 182 miljoner kronor.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är ett fristående analysföretag som står under Finansinspektionens (FI) tillsyn sedan juli 2007. Bolaget erbjuder aktierelaterade tjänster till börsbolag, investerare, media och den aktieintresserade allmänheten. Redeye har tillstånd att mottaga och vidarebefordra finansiella instrument, att lämna investeringsrådgivning avseende finansiella instrument samt att utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument, enligt 2 kap. 1-2 §§ lagen (2007:528) om värdepappersmarknaden.

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 (2011-10-24)

Rating	Ledning	Tillväxt-potential	Lönsamhet	Trygg Placering	Avkastnings-potential
7,5p - 10,0p	27	18	19	19	25
3,5p - 7,0p	48	60	34	50	51
0,0p - 3,0p	3	0	25	9	2
Antal bolag	78	78	78	78	78

*För investmentbolag byts Tillväxtpotential och Lönsamhet ut mot Portföljförvaltning och Direktavkastning.

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.