

ANALYTIKER

Filip Düsing
Markus Levéen Pehrson

BREDBAND 2

Aktiekurs	1,03
v. 52 högsta / lägsta	1,07/0,57
Antal aktier	701 001 647
Börsvärde (MSEK)	715,02 MSEK
Nettoskuld (MSEK)	-43,29 MSEK
EV (MSEK)	671 728 200
Sektor	Informationsteknik
Lista / kortnamn	First North / BRE2
Nästa rapport	2017-02-07

UTVECKLING

1 månad	9,47%
3 månader	20,23%
1 år	55,22%
YTD	57,58%

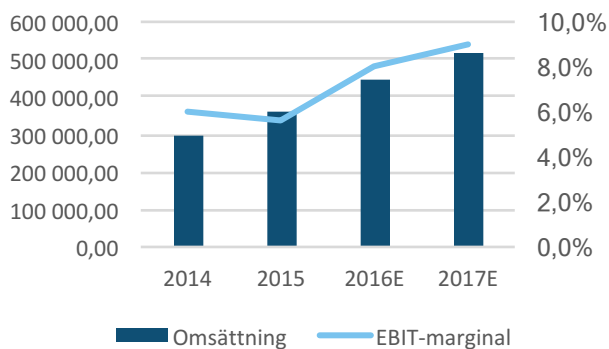
HUVUDÄGARE %

Anders Lövgren	16,19 %
Vildmarksstugor I Norrland AB	12,98 %
Leif Danielsson	11,06%
DCAP I Sverige AB	7,13 %
GWD Group AB	5,14 %
Försäkringsbolaget Avanza Pension	3,02 %

LEDNING

CEO	Daniel Krook
Styrelseordförande	Anders Lövgren

Omsättning och EBIT-marginal



» **Hög tillväxttakt i snabbt växande bransch.** Regeringen har satt som mål att 90% av Sverige ska ha tillgång till fibernätet år 2020. Under 2014/2015 ökade tillgången till fibernät med 6% och PTS anser att tillväxten för branschen kommer vara fortsatt stark framöver. För Q3 2016 visade Bredband2 en stark tillväxt på 25%, vilket visar bolagets konkurrens-förmåga på en kraftigt växande marknad.

» **Förbättrad EBIT-marginal genom lägre kostnader och ökad ARPU ger en uppsida på 11,7%.** Genom den organiska tillväxten, de påbörjade synergieffekterna och den ökade prissättningen möjliggörs förbättrade rörelsemarginaler framöver. ARPU, vilket står för Average Revenue Per Unit har ökat med 3,7% från Q2 till Q3 under 2016 vilket tyder på möjlig prisökning även i framtiden. Givet en ökad EBIT-marginal på 7,94% från årets tre första kvartal till 9% för 2017s estimat och en långsiktig EBIT-marginal på 10% ges en potentiell uppsida på 11,7%.

» **Potentiell trigger på den lönsamma företagsidan.** Det nyligen rekryterade seniora säljarna inom företagsidan har kommit långt i sin kundbearbetning och nya affärer förväntas avslutas under Q4. Detta bör driva tillväxten inom detta kundsegment, vilket även medför ökad rörelsemarginal då denna är högre för företagsidan kontra privatsidan.

» **Handlas till PEG 0,54 samt EV/EBIT 13,9 på 2017E vilket ger en potentiell uppsida på 32-97%.** Baserat på 2017s prognos ser aktien attraktiv ut då den handlas till EV/EBIT 13,9 jämfört med dagens EV/EBIT på 21,45. Detta medför en potentiell uppsida om 32-97% jämfört med dagens relativt höga EV/EBIT-multiplikel. Vidare handlas BRE2 till PEG 0,54 vilket är väsentligt lägre än konkurrenterna Bahnhof och DCG som handlas till PEG 1,7 respektive 4,6.

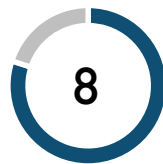
» **Höga förväntningar och låg handelsomsättning** Grundat på de historiska framgångarna hos både Bredband2 och peers såsom Bahnhof, ställer marknaden allt högre krav på fortsatt tillväxt och lönsamhet. Den relativt låga handelsomsättningen i Bredband2 ger förutsättningar för en hög volatilitet vilket man bör ha i åtanke vid en eventuell investering.



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse

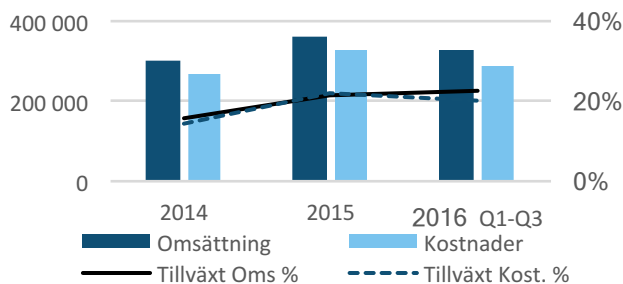


Risknivå

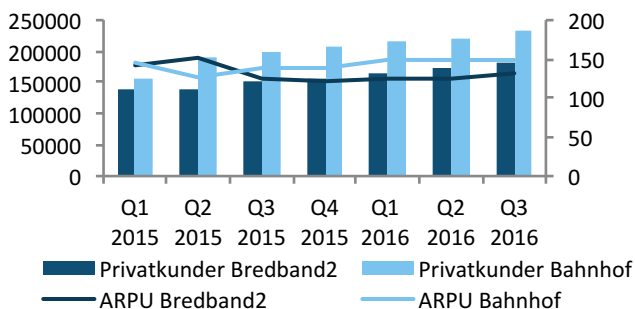
Ökad tillväxt i en snabbt växande bransch. Regeringens mål om att 90% av landet ska ha tillgång till fibernätet inom 4 år har skapat en brant tillväxtkurva för hela branschen. I oktober 2015 hade 67% av landets hushåll tillgång till fibernätet enligt PTS, vilket har motsvarat en årlig tillväxt på 6%. Tillväxten förväntas därför vara fortsatt stark framöver.

Förutsättningar för ökad rörelsemarginal framöver

Rörelsemarginalen under 2015 motsvarade 5,62%, vilket är lågt jämfört med konkurrenten Bahnhofs rörelsemarginal på 11,84% för samma period. Bredband2s låga rörelsemarginaler tyder på en substantiell potential till att förbättra bolagets lönsamhet. Det egenutvecklade CRM-systemet BOSS som enligt bolaget själva ligger långt före konkurrenterna, ska möjliggöra en mer individuell och effektiv kundservice vilket möjliggör en kostnads-effektiv kundhantering.



Ökad ARPU inom bolagets privatsida. Bredband2 har succesivt lyckats förbättra ARPU, vilket står för Average Revenue Per Unit. ARPU:n var en stor drivare bakom den starka omsättningstillväxten under det senaste kvartalet. Detta bekräftar konkurrenskraften bakom BRE2's kunderbjudande och en fortsatt prisökning tillsammans med en avtagande kostnadsökning möjliggör ökade marginaler framöver.



Potentiell trigger på företagssidan. De nyligen rekryterade seniora säljarna på företagssidan har kommit långt i sin kundbearbetning och nya affärer förväntas bli klara under Q4 2016. I och med de högre marginalerna inom B2C jämfört med B2B förväntas företagssidan som tidigare underpresterat nu börja leverera resultat som ska förstärka lönsamheten framöver.

Möjlig uppsida på 32-97% på 2017s estimat. Baserat på de prognostiserade estimaten för kommande år bedöms det finnas potential till ytterligare kursuppgång. Genom tillväxten och den förbättrade EBIT-marginalen handlas aktien grundat på olika scenarion till EV/EBIT 10.9-16.3 på 2017E. Detta är beräknat på dagens EV/EBIT värdering på 21.45, vilket bör understrykas då aktien i framtiden lär handlas på en EV/EBIT-multipel som är mer i linje med sina konkurrenter.

EV/EBIT		Omsättningstillväxt (2017E)		
		Bear (15%)	Base (20%)	Bull (25%)
EBIT-marg. (2017E)	Bear (8%)	16,3	15,6	15
	Base (10%)	14,5	13,9	13,3
	Bull (12%)	11,9	11,4	10,9

EV/Sales		Omsättningstillväxt (2017E)		
		Bear (15%)	Base (20%)	Bull (25%)
		16,3	15,6	15

Höga förväntningar på fortsatt stark utveckling. Den historiska utvecklingen av bolaget har byggt upp höga krav på en fortsatt stark utveckling framgent vilket tillsammans med den relativt låga likviditeten i bolagets aktie skapar en risk för kursfall vid ett framtida utfall som inte skulle motsvara marknads förväntningar. Det faktum att både bolagets styrelseordförande och operativa chef har utökat sitt aktieinnehav under september månad tyder dock på en stark framtidstro inom bolaget.

Bolagsbeskrivning

Bredband2 är en svensk operatör av öppna fibernät. Bolaget finns för närvarande i cirka 400 öppna stadsnät samt ett antal bostadsfastigheter. Försäljning av privat tjänster sker under varumärket Bredband2, och innefattar internetuppkoppling (Internet, TV och telefoni), IP-telefoni, video-on-demand, lagring och backup och säkerhetslösningar. Bolaget levererar även tjänster till företagskunder.



Handlas till EV/EBIT om 13,9 på 2017E

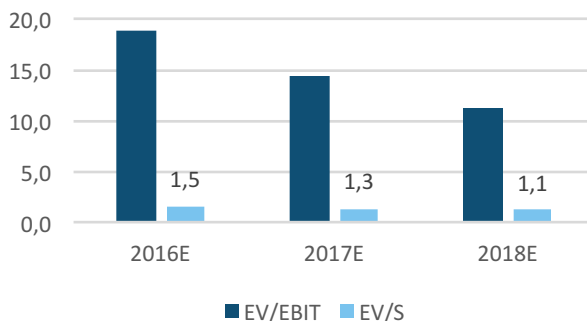
Branschen som helhet, och inte minst Bredband2, har uppvisat en kraftig tillväxt i omsättning under 2014, 2015 och början av 2016. Detta är även en trend som bedöms präglade branschen fram till 2020 i syfte att uppnå regeringens mål gällande tillgång till fibernät.

Ledningen för Bredband2 har arbetat med att öka rörelsemarginalerna då dessa varit låga i relation till peers. Genom framtida skalfördelar och synergieffekter estimeras rörelsemarginal öka ytterligare, till 10% ur ett base scenario. Detta tillsammans med en fortsatt tillväxt bör stärka Bredband2s positionering inför framtiden.

Genom CRM-systemet BOSS så kan kundtjänsten arbeta mer effektivt vilket indikerar ökad kostnadseffektivitet. Tillsammans med en förväntad ökning av prisnivån på privatsidan och fler nya kunder på företagsidan vars

marginaler är högre så ser utsikterna för en ökad rörelsemarginal goda ut.

Till följd av omsättningstillväxten och de förbättrade marginalerna förväntas en betydande lönsamhetsförbättring. Detta förväntas resultera i en värdering där Bredband2 prognosticeras att handlas till ett EV/EBIT om 13,9 för 2017E.



Multipelvärdering jämfört med peers

Genom en jämförelse av nyckeltalen mellan Bredband2 och bolagets peers så framstår Bredband2s aktie som dyr. Justerat för 2017s estimat så ser aktien betydligt mer attraktiv ut och handlas då till ett EV/EBIT på 13,9 givet en EBIT-marginal på 9% för 2017 (10% terminal value, base case). Detta medför en potentiell uppsida om 33%, baserat på ett medelvärde av konkurrenternas EV/EBIT – multipel i dagsläget. Givet en likartad ökning

av eget kapital som i dagsläget (7%) ökar ROE för Bredband2 till 32,8% från dagens 22,2%. Detta är då jämförbart med ROE för Bahnhof som i dagsläget ligger på 34,4%, vilket är högst bland peers.

PEG-värderingen är redan idag intressant och jämfört med peers så framstår aktien som lågt värderad när hänsyn tas till bolagets vinsttillväxt.

	EBIT-marginal	Omsättningstillväxt 2015	EV/EBIT	EV/S	ROE	PEG
Bahnhof	12,8%	26,7%	17,9	0,5	34,4%	1,7
DGC	8,7%	18,3%	19,3	0,5	23,0%	4,6
Bredband2	5,6%	21,7%	21,45	1,6	22,2%	0,5
Bredband2 2017E	9%	-	13,9	1,3	32,8%	1,5

DCF-värdering

Base Case: I ett base case scenario ges en prognostiserad EBIT-marginal på 10% i terminal value och en WACC på 6,48. Baserat på dagens aktiekurs (1,03 SEK) innebär detta en möjlig uppsida på 11,7% för aktien.

Bear Case: Om arbetet med förbättring av EBIT-marginalerna inte skulle ge någon fortsatt effekt och Bredband2 skulle uppvisa dagens rörelsemarginal om 8% framöver, medför detta istället en nedsida om 14,6%.

Bull Case: I ett bull-scenario där Bredband2 lyckas uppnå en långsiktig rörelsemarginal om 12% blir den potentiella uppsidan för aktien istället 37%.

	WACC					
	1,15	5,5%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%
8%	1,05	0,98	0,92	0,88	0,84	0,84
9%	1,19	1,10	1,03	0,98	0,93	0,93
10%	1,34	1,23	1,15	1,07	1,02	1,02
11%	1,48	1,35	1,25	1,17	1,11	1,11
12%	1,62	1,48	1,36	1,27	1,20	1,20

Strengths

- Ökat ARPU succesivt
- Affärsmodell med återkommande kunder
- Ligger i framkant inom kundbearbetningen via affärssystemet BOSS.

Weaknesses

- Låg lönsamhet sett till peers
- BRE2's produkter kan anses ha lägre säkerhet jämfört med konkurrenten Bahnhofs produkter.

Opportunities

- Marginalförbättring via företagssidan
- Goda förutsättningar till fortsatt hög tillväxt
- Möjlighet till att ta ett högre pris för sina tjänster framgent

Threats

- Tillväxten baseras på att det öppna fibernätet fortsätter att växa enligt PTS estimat.
- Allt svårare att leva upp till högst ställda förväntningar
- De seniora säljarna på företagssidan har ännu inte levererat någon större affär under hösten.

Sammanfattning

Givet Bredband2's historiskt starka utveckling i en bransch som beräknas ha en fortsatt hög tillväxttakt så har aktiens pris ökat med 57,58% hittills i år. Aktiens utveckling är berättigad och bolagets återkommande intäkter skapar en begränsad nedsida.

Lyckas bolaget öka försäljningen på företagssidan markant förväntas bolagets lönsamhet och värdering bli allt mer attraktiv för en investerare med en medel till lång tidshorizont. Investeraren som tillämpar en kortare tidshorizont bör vara uppmärksam på de höga förväntningarna som nu ställts på bolaget. Givet aktiens låga handelsomsättning så finns det en risk för ett hack i aktiens branta utvecklingskurva om bolaget inte når upp till de högt ställda förväntningarna, vilket först då skapar en intressant investeringsmöjlighet för den kortsiktige investeraren.

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Den höga tillväxten i branschen i kombination med förutsättningarna för en ökning av marginalerna ger Bredband2 en potentiell uppsida på över 30%.



Quality of Earnings

Bredband2 är väl positionerade i en bransch med prenumerationstjänster som förväntas präglas av fortsatt hög tillväxt fram till 2020. Detta ligger till grund för en fortsatt hög omsättning och tillväxt.



Ledning & styrelse

Ledningen har god erfarenhet av branschen och har hittills bidragit med en tydlig strategi som resulterat i en god utveckling. Vidare har både VD och styrelseordförande utökad befintligt aktieinnehav vilket tyder på en stark framtidstro hos insiders.



Riskenivå

Det finns i dagsläget ingen skuldsättning i företaget och ett bear case skulle innebära relativt liten nedsida. Vårt att notera är dock att det råder höga förväntningar på framtida tillväxt, något som i kombination med de låga handelsvolymerna kan medföra hög volatilitet.

Resultaträkning		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Omsättning	MSEK	181,828	200,734	227,387	258,41	299,056	363,87	424,495
Bruttoresultat	MSEK	55,391	61,918	101,474	116,964	130,195	148,458	172,018
Rörelseresultat	MSEK	6,01	6,326	11,386	14,574	18,063	20,45	31,316
Resultat Före Skatt	MSEK	4,353	4,41	10,082	13,523	16,926	19,87	31,401
Resultat Hänföring								
Aktieägare	MSEK	4,353	4,41	26,355	11,192	14,048	15,787	24,389
Vinst/Aktie	SEK	0,01	0,01	0,037	0,016	0,02	0,023	0,035
Antal Aktier	Milj	701	701	701	701	701,002	701,002	701,002
Utdelning	SEK	0	0	0	0,01	0,01	0,02	0,02

Balansräkning		2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
Immateriella tillgångar	MSEK	73,164	77,187	80,064	81,08	81,705	80,582	78,504
Materiella tillgångar	MSEK	4,274	10,7	17,891	34,808	37,39	40,55	41,966
Finansiella tillgångar	MSEK	8,373	8,253	24,273	21,961	22,037	17,763	11,933
Summa								
Anläggningstillgångar	MSEK	85,811	96,14	122,228	137,849	141,132	138,895	132,403
Kassa/Bank	MSEK	0,61	0,268	1,049	6,445	10,142	35,012	54,326
Summa								
Omsättningstillgångar	MSEK	26,385	29,087	48,225	64,557	67,65	91,063	128,572
Summa Tillgångar	MSEK	112,196	125,227	170,453	202,406	208,782	229,958	260,975
Summa Eget Kapital	MSEK	45,802	50,212	76,567	87,759	94,797	103,575	109,883
Långfristiga Skulder	MSEK	1,408	8,968	11,297	15,875	11,492	5,132	5,019
Kortfristiga Skulder	MSEK	64,986	66,047	82,589	98,772	102,493	121,251	146,073

Värderingsmultiplar	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Q3 2016
PEG	-0,08		0,02	-0,41	0,83	2,03	0,55
EV/S	0,38	0,59	0,81	1,08	1,05	1,03	1,62
EV/EBITDA	7,79	10,78	9,63	11,19	9,76	9,85	13,42
EV/EBIT	11,48	18,85	16,1	19,22	17,34	18,38	21,9
P/E	9	14,5	6,08	23,27	21,5	25,33	29,97
P/B	1,38	2,02	2,06	2,96	3,18	3,86	6,63
P/S	0,35	0,51	0,69	1	1,01	1,1	1,72
Direktavkastning (%)	0	0	0	2,7	2,33	3,51	1,92

	Actuals			Performance					Terminal
Bredband2	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Omsättning	258 410,00	299 056,00	363 870,00	447 560,10	537 072,12	644 486,54	773 383,85	928 060,62	946 621,84
Tillväxt %	14%	16%	22%	23%	20%	20%	20%	20%	2%
Rörelseresultat (EBIT)	14 574,00	18 063,00	20 450,00	35 804,81	48 336,49	64 448,65	77 338,39	92 806,06	94 662,18
Rörelsemarginal %	6%	6%	6%	8%	9%	10%	10%	10%	10%
Avskrivningar	10 446,00	14 028,00	17 724,00	20 140,20	24 168,25	29 001,89	34 802,27	41 762,73	
% av omsättning	4%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
Skatt	2 331,00	2 878,00	4 083,00	7 877,06	10 634,03	14 178,70	17 014,44	20 417,33	20 825,68
skattesats %	16%	16%	20%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Rörelsekapital	-29 403,00	-34 587,00	-59 021,00	-89 512,02	107 414,42	128 897,31	154 676,77	-185 612,12	
% av omsättning	-11%	-12%	-16%	-20%	-20%	-20%	-20%	-20%	
förändring i rörelsekap	-8 736,00	-5 184,00	-24 434,00	-30 491,02	-17 902,40	-21 482,88	-25 779,46	-30 935,35	
Investeringar	-23 438,00	-12 683,00	-16 421,00	-20 140,20	-24 168,25	-29 001,89	-34 802,27	-41 762,73	-28 398,66
% av omsättning	-9%	-4%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-5%	-3%
Fritt kassaflöde (FCFF)	7 987,00	21 714,00	42 104,00	58 418,77	55 604,87	71 752,84	86 103,40	103 324,08	1 014 237,68
Disk. FCFF				58 418,77	52 220,95	63 285,32	71 320,80	80 376,56	477 444,87

Riskfria ränta	2,00%
Beta	0,56
Riskpremie	8,00%
Cost of Equity	6,48%
WACC	6,48%

Nuvärde 2016-2028	325622,4
Terminal value	477444,9
EV	803067,3
Nettoskuld	0
Marknadsvärde	803067,262
antal aktier	701001647
Värde per aktie (SEK)	1,15

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informationssyfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en studentorganisation och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A frånsäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2016).