

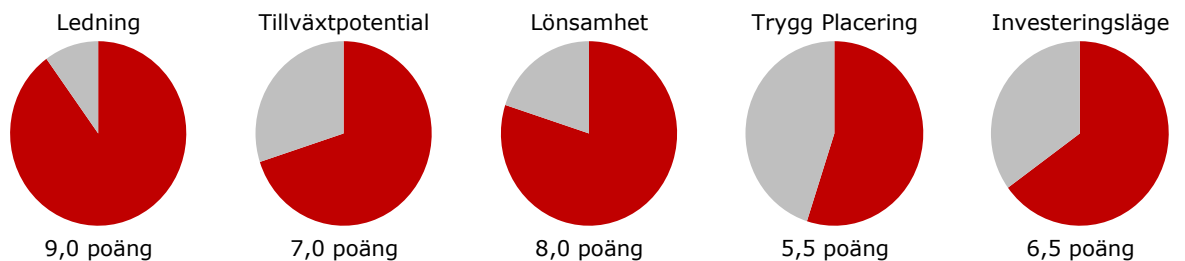
Sammanfattning

Bahnhof AB (BAHNb.ST)

Lönsam tillväxtoperatör

- Bahnhof är en operatör som fokuserar på tre affärsområden. Det största området innefattar internetanslutningar och tilläggstjänster via fiber (49 500 kunder). De övriga två snabbväxande områdena är transmissionstjänster och hosting/servertjänster för i huvudsak företagskunder och andra operatörer.
- Bahnhof har sedan starten uppvisat en stabil organisk tillväxt med stadigt förbättrad lönsamhet (bolaget har aldrig redovisat en förlust). Dessutom har Bahnhof levererat mycket bra på uppsatta mål och prognoser. Under 2009 förväntas bolaget växa med 31 % och uppvisa en rörelsemarginal om 10 %, dock med en något pressad bruttomarginal.
- Med hög organisk tillväxt, starka kassaflöden, långa kundavtal och en bra direktavkastning, tycker vi att Bahnhofs värdering är attraktiv. Å andra sidan är likviditeten i aktien väldigt låg och konkurrenterna stora.

Lista: Aktietorget
 Börsvärde: 75 MSEK
 Bransch: Internet / Telekomoperatör
 VD: Jon Karlung
 Styrelseordf: Wilhelm Dahlborn


Redeye Rating (0-10 poäng)

Nyckeltal

	2007	2008	2009e	2010e	2011e	Fakta	
Omsättning, MSEK	85	129	169	207	244	Aktiekurs (SEK)	7,5
Tillväxt	34%	51%	31%	22%	18%	Antal aktier (milj)	10,0
EBITDA	10	18	25	31	38	Börsvärde (MSEK)	75
EBITDA-marginal	12%	14%	15%	15%	16%	Nettoskuld (MSEK)	18
EBIT	6	11	16	22	30	Free float (%)	12,0
EBIT-marginal	6%	9%	10%	11%	12%	Dagl oms. ('000)	5
Resultat före skatt	5	9	15	20	28		
Nettoresultat	4	4	11	15	21	Analytiker:	
Nettomarginal	4%	3%	6%	7%	9%	Greger Johansson	
VPA	0,36	0,37	1,07	1,51	2,08	greger.johansson@redeye.se	
VPA just	0,36	0,37	1,07	1,51	2,08	Magnus Söderberg	
P/E just	21,0	20,1	7,0	5,0	3,6	magnus.soderberg@redeye.se	
P/S	0,9	0,6	0,4	0,4	0,3		
EV/S	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4		
EV/EBITDA just	7,8	5,4	3,8	3,0	2,4		

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) konjunkturkänslighet och 5) aktiens likviditet. Faktorerna oberoende av enstaka händelser och finansiell situation viktas med 1,5x då dessa faktorer anses extra viktig. Faktorerna konjunkturkänslighet och aktiens likviditet viktas med 0,5x.

Investeringsläge

De faktorerna som utgör bedömning av investeringsläge är 1) fundamental värdering, 2) relativvärdering, 3) marknadsförväntningar, 4) nyhetsflöde/triggers och 5) oupptäckt aktie. Faktorn fundamental värdering viktas dubbelt då denna faktor anses extra viktig. Faktorerna nyhetsflöde/triggers och oupptäckt aktie viktas med 0.5x.

Bolagsprofil

Bahnhof är en av Sveriges äldsta internetoperatörer

Bahnhof är en av Sveriges äldsta oberoende internetoperatörer och grundades i Uppsala år 1994. Samma år kopplade bolaget upp de första privatpersonerna till internet. Bahnhof har sedan starten aldrig redovisat förlust och efter 1996, då den nuvarande VD Jon Karlung tillträdde, har Bahnhof rapporterat en stabil tillväxt samt överträffat de prognoser som redovisats. Bahnhof har i huvudsak vuxit organiskt med undantag för några mindre men betydande förvärv, se Appendix 1.

Verksamheten delas upp i tre affärsområden

Bahnhofs affärsidé bygger på försäljning av kommunikationsslösningar och verksamheten delas upp i tre affärsområden. Det största området innefattar internetuppkopplingar och tilläggstjänster via fiber, primärt till privatkunder i öppna stadsnät. I det andra området, Hosting, bygger affären på uthyrning av serverar och plats i serverskåp i Bahnhofs sex egna datahallar runt om i Sverige. Genom investeringar i ett fiberpar i Utfors gamla nät tillkom det tredje affärsområdet som innefattar transmissionstjänster till andra operatörer och större företag.

Mer än 95 procent av kunderna finns i Sverige

Merparten av bolagets kunder återfinns i Sverige men även en liten del i Norge och Danmark. Bahnhof har sitt huvudkontor i Stockholm och filialer i ytterligare fem svenska städer samt ett kontor i Norge och ett i Ukraina, där bolaget bedriver en mindre utvecklingsenhet. Antalet anställda i Bahnhof uppgår till 58 personer (exklusive anställda i Ukraina) varav en tredjedel arbetar med support och en tredjedel som tekniker. Resterande tjänster består av ledning samt marknadsföringsavdelning.

Bolaget har som mål att omsätta 163 MSEK år 2009

Målsättningen för 2009 är att nå en omsättning på 163 miljoner kronor samt prestera en vinstmarginal om minst 7 procent. Blickar vi lite längre fram mot 2012 och 2013 är målet en omsättning på cirka 500 miljoner kronor. Bahnhof är noterat på Aktietorget och bolagets aktie har sedan årsskiftet klättrat cirka 50 procent, dock under väldigt låg omsättning. För att få fart på handeln i aktien och bredda ägandet genomför huvudägaren i Q2'09 en spridning som omfattar 1,7 miljoner aktier. Dessutom försöker de öka informationen om bolaget för att göra intresset större runt aktien.

Tillsammans äger VD och vice VD via bolag cirka 90 procent av aktierna

Jon Karlung, som i botten är journalist, tillträdde år 1996 som VD i Bahnhof och började arbeta för en långsiktig hållbar affärsmodell. Det gjorde delvis att Bahnhof klarade sig helskinnade ur IT-kraschen. År 2002 lämnade Karlung posten som VD för att starta annan verksamhet (KN-Telecom) tillsammans med nuvarande vice VD och teknisk chef Andreas Norman. År 2004 kom Karlung och Norman tillbaka till Bahnhof för att åter ta det operativa ansvaret och efter två år hade omsättningen dubblats. Tillsammans äger de via bolaget KN Telecom cirka 90 procent av aktierna i Bahnhof. Med Karlung i spetsen har Bahnhof uppmärksamats en del i media för sitt ställningstagande för ökad integritet på nätet.

Affärsmodell och tjänster

Bahnhofs affärsmodell bygger på försäljning av internetanslutningar och tilläggstjänster via fiber till stadsnätsanslutna hushåll samt transmissions- och servertjänster till företagskunder och andra operatörer. Vi bedömer att cirka 50 procent av intäkterna härstammar från försäljning av internetabonnemang samt tilläggstjänster i stadsnäten och antar att de övriga två verksamhetsgrenarna svarar för ungefär 20 - 25 procent vardera. Dock så är de två sistnämnda segmenten mer lönsamma eftersom bruttomarginalen är betydligt högre, delvis eftersom företagskunderna genererar en högre snittintäkt per kund (ARPU). Ett positivt inslag i affärsmodellen är de långa avtalstiderna på företagsidan, cirka 12 - 36 månader. Dessa ger en positiv påverkan på rörelsekapitalet och bäddar för stabila kassaflöden. En annan positiv aspekt är att bolaget inte beroende av en eller ett fåtal större kunder.

Långa bindningstider inom området Hosting, ett positivt inslag

Stadsnät/privatkunder

Till stadsnätsanslutna hushåll (men även ett fåtal företag) säljer Bahnhof internetuppkopplingar samt tilläggstjänster via fiber. Privatkunderna erbjuds uppkopplingar med hastigheter från 0,3 Mbit/s upp till 100 Mbit/s och priserna varierar mellan 15 - 500 kr per månad, beroende på i vilken stad kunden befinner sig. För tilläggstjänster såsom IP-TV (samarbete med Canal Digital) utgår en startavgift på 495 kronor, därefter kostar tjänsten 200 kronor per månad. Andra tilläggstjänster som IP-telefoni och antivirus plus brandvägg kostar 29 respektive 35 kronor per månad. Abonnemangen, som även inkluderar en startavgift på 250 kronor tecknas med en uppsägningstid på en till fyra månader. Per Q1'09 uppgick antalet aktiva privatkunder till 49 500 stycken, vilket gör Bahnhof till Sveriges näst största stadsnätsoperatör.

Bredband kostar 15 - 500 kronor per månad

Kundstocken består av 49 500 kunder per Q1'09

På grund av att utbudet till stor del består av abonnemang med låga priser är ARPU låg, troligen 130 - 140 kronor. I affärsmodellen ingår, en i förhållande till ARPU hög ersättning till nätägarna (cirka 100 - 120 kronor per användare), vilket pressar bruttomarginalen till uppskattningsvis 20 - 25 procent. För att höja ARPUn sam förbättra bruttoresultatet söker Bahnhof öka penetration av tilläggstjänster (säljs med högre bruttomarginaler). Andelen av kunderna som köper någon form av tilläggstjänst uppgår idag till omkring 15 procent.

Lågprisabonnemang pressar bruttomarginal och ARPU

Hosting

Bahnhof äger och driver sex centralt belägna datahallar i Stockholm, Malmö, Uppsala och Borlänge. Det senaste tillskottet bland datahallarna, Pionen, ligger insprängd i ett bergrum på Söder i Stockholm och har sedan invigningen i september 2008 rönt viss uppmärksamhet i media, delvis tack vare hallens inbjudande arkitektur. Affären i datahallarna bygger på att företag hyr skåpplats (helt eller delar) för sina egna servrar så kallat Co-location, alternativt hyr en servrar direkt av Bahnhof. Servrarna ansluts till

Bahnhof äger och driver sex datahallar i Sverige

Bahnhofs fibernät och därigenom möjliggörs uppkopplingar med hastigheter upp till 10 Gbit/s. Bahnhof ansvarar sedan för att uppkoppling, strömförsörjning och kylning håller en jämn nivå. Strömförsörjningen garanteras bland annat genom UPS:er och reservkraft i form dieselgeneratorer. För att ytterligare säkerställa att inga avbrott sker finns dessutom tekniker som övervakar driften på plats. Priserna för en serverplats i exempelvis Pionen varierar mellan 625 – 15 000 kronor per månad, beroende på hur stor del av skåpet som utnyttjas. Att hyra en server kostar mellan 1 200 – 2 300 kronor per månad. Abonnemangen medgör att Bahnhof också kan tillgodogöra sig engångsintäkter i form av startavgifter på 1 200 – 4 000 kronor per kund. Utöver månads- och startavgiften betalar flertalet kunder även för tilläggstjänster såsom övervakning, brandvägg och backup. Antalet Hosting/Serverkunder redovisas inte men uppgår enligt Bahnhof till flera tusen och består av små till stora företag. Bolaget indikerar dessutom att kunderna är trögrörliga och andelen tappade kunder (churn) är låg.

Antalet kunder uppgår till flera tusen

Bruttomarginalen är hög, cirka 70 - 80 procent

Bruttomarginalen inom segmentet är hög, cirka 70 – 80 procent, och påverkas främst av kostnader för el och hårdvara. Förutom den höga bruttomarginalen är fördelen med affären de långa bindningstiderna (12 - 36 månader), vilket bäddar för stabila kassaflöden.

Transmission

Då Bahnhof till viss del förfogar över en egen fysisk fiberstruktur (fiberpar) kan bolaget sälja svartfiber samt mer förädlade tjänster. Erbjudandet består bland annat av kapacitetstjänster såsom punkt till punkt, punkt till mittpunktsförbindelser och IP-transit med hastigheter på 1 – 10 Gbit/s. Kunderna utgörs främst av andra operatörer och tjänsteleverantörer som till exempel Bredband2 och Alltele men troligen även större företag som är i behov av att stor kapacitet över längre sträckor. Historiskt sett har det krävts stora initiala investeringar för att driftsätta den här typen av nätstruktur och därmed har en ansevärd kundvolym varit nödvändig för att nå en långsiktig lönsamhet. Det pris som Bahnhof betalade för den i princip obegränsade tillgången till fiberparet var förmodligen betydligt längre än historiska nivåer. Bolaget antyder dessutom att strukturen underhålls och övervakas kostnadseffektivt, trots låga volymer. Detta medgör enligt Bahnhof att bolaget kan sänka sina priser ytterligare utan att bruttomarginalen (50 - 60 procent) påverkas avsevärt. Tillgången till ett fiberpar medför även lägre trafik kostnader för Bahnhofs egna transmission mellan knutpunkter som förbinder stadsnäten.

Bahnhof säljer delvis förädlade tjänster i egen infrastruktur

Kundvolymen är relativt låg men sänkta priser ska ge fler kunder

Nät och infrastruktur

Bahnhof äger inte i juridisk mening ett eget nät, det vill säga fysisk infrastruktur (kablar, kanalisation) men näst intill. Genom investeringar i ett så kallat IRU-avtal har Bahnhof obegränsad kontroll över ett fiberpar i den fysiska nätstrukturen i det gamla Utfors-nätet, ägt av Telenor. Nätet hyrdes tidigare ut till det finska bolaget Ainacom men 2007 övertog Bahnhof avtalet (löper under lång tid, minst 10 år). Nätet är 2 300

Bahnhof äger i juridisk mening inte ett eget fysiskt nät men....

har obegränsad tillgång till ett fiberpar

*Nätet benämns Bahnhof
Carrier Network*

kilometer långt och följer de större riksvägarna och sträcker sig från Stockholm i öster till Oslo i väster och Köpenhamn i söder. Genom investeringar i ny så kallad DWDM-teknik (medför ökad kapacitet i fiberparet) och annan teknisk kringutrustning kunde hela nätet, som benämns ”Bahnhof Carrier Network”, driftsättas under slutet av 2008.

*Nätet ansluter ett antal
lokala nät, stadsnät*

För att fiberringen skall kunna ansluta samtliga mindre lokala nät, där kunden finns, är Bahnhof trots eget fiberpar fortfarande tvungna att hyra ytterligare fiber får att nå de centrala kopplingspunkterna. Leverantörerna av dessa är oftast de lokala energibolagen. Därutöver fodras även investeringar i viss aktiv utrustning och i administrations- och driftsystem.

*Bahnhof nät ansluter ett
hundratal stadsnät*

De lokala näten som Bahnhof ansluter sig till benämns vanligen Stadsnät. Stadsnäten fysiska nätstruktur ägs i regel av en kommun eller ett energibolag. Dessa nätägare öppnar därefter sitt nät för en eller flera tjänsteleverantörer som får svara för själva internettjänsten och slutkundsrelationen. I ett öppet stadsnät ansluter nätägaren flera operatörer och tjänsteleverantörer, vilket ökar valmöjligheten för slutkunden men ökar konkurrensen för operatören.

Totalt sett når Bahnhof ungefär hundra stadsnät, vilket teoretiskt sett betyder cirka 500 000 potentiella slutkunder. Några av stadsnäten som Bahnhof har ingått avtal med är Stokab (stort stadsnät i Stockholm) och Gothnet (stort stadsnät i Göteborg). Nedan illustreras Bahnhofs nätstruktur.

Bahnhofs nät



Källa: Bahnhof

Marknadsbeskrivning

Marknaden för internetanslutningar domineras av xDSL-tekniken

Bredband är ett samlingsnamn för flera olika tekniker och avser primärt en uppkoppling via kopparledning (xDSL), koaxialkabel (kabel-tv) samt fiber-LAN med en hastighet på minst 2 Mbit/s. I stort har hela Sveriges befolkning teoretiskt sett tillgång till bredband i någon form, framför allt via telefonledning. Studeras den faktiska användningen av bredband så kopplar cirka 74 procent av befolkningen upp sig via en bredbandsuppkoppling, främst via kopparledning (47 procent). Därefter följer fiberanslutningar (12 procent) och uppkopplingar via kabel-tv nätet (9 procent). Cirka 7 procent av befolkningen ansluter till internet via mobila uppkopplingar och det är också på mobilsidan som antalet aktiva kunder ökar mest. En tydlig trend är även att antalet aktiva kunder med hastigheter på 2 Mbit/s eller ökar rejält, framförallt bland företagen. År 2007 uppgick marknadsvärdet för samtliga internetanslutningar till 8,3 miljarder kronor och samma år uppgick antalet aktiva bredbandskunder till cirka 3,5 miljoner stycken.

Fiberaccess

Tillgängligheten till fiber ökar starkt

Förutsättningarna för bredband via fiber ökade kraftigt i Sverige under 2008. Trenden väntas dessutom hålla i sig. Enligt den senaste rapporten från PTS har idag cirka 30 procent av hushållen en teoretisk möjlighet att koppla upp sig via fiber. Sammantaget borde det tala för en ökad efterfrågan inom kort då det faktiska användandet endast uppgår till 12 procent. Å andra sidan, studerar vi antalet aktiva kunder (både företag och privat) cirka 0,5 miljoner kunder per H1'08, så är antalet aktiva kunder oförändrat jämfört med vid samma tidpunkt året innan. Dessa siffror är dock något missvisande då operatörerna troligtvis inte rapporterar in antalet aktiva kunder helt korrekt.

Däremot ökar antalet aktiva kunder endast marginellt

Fiber väntas bli framtidens accessform

Enligt PTS framstår infrastruktur baserad på fiberoptisk kabel vara en av de mest framtidssäkra accessteknikerna. En av anledningarna är att fibertekniken medger betydligt högre överföringskapacitet än både kopparnät och trådlösa alternativ. Dessutom är hastigheten i fibernätet inte beroende av avståndet till noderna (förgreningspunkter i nätet). Till skillnad från exempelvis ADSL där hastigheten varierar och försärras ju längre ifrån telestationerna som abonnentens anslutning befinner sig. Tittar vi på de trådlösa alternativen, som också spås ta andelar från mer traditionella anslutningar kan det vara värt att nämna att de ökade kapacitetskraven på de trådlösa uppkopplingarna successiv kommer att medföra en ökad utbyggnad av fiber till olika basstationer.

Hosting

Marknaden för hostingtjänster är stor

Det är svårt att utkristallisera ett värde på och tillväxten i totalmarknaden för hostingtjänster. Trenden pekar dock på att fler operatörer väljer att bredda sitt utbud och tillhandahålla den här typen av tjänster då tekniken inte är speciellt avancerad. Phonera samt operatörsneutrala och privatägda Interixion är två exempel på bolag som ser en ökad efterfrågan

på servertjänster. Underlevernatören Enaco, som bygger och färdigställer datahallar indikerar också en god orderingång. Efterfrågan kommer troligtvis öka i takt med att företagens IT-lösningar blir alltmer komplexa. Det blir också svårare för företagen att införskaffa all den IT-kompetens som behövs för att underhålla och förbättra IT-strukturen och samtidigt hålla kostnaderna nere. Därmed kan det bli mer lämpligt att vända sig till en driftleverantör för att få en mer kostnadseffektiv och dessutom mer driftssäker lösning.

Vi tror att hostingmarknaden kommer att visa bra tillväxt

Tittar man på marknaden för tjänster såsom Managed services eller Software as Services, som i viss mån inkluderar hostingtjänster, spår Gartner Group att marknaden kommer att växa 17 procent fram till 2011. Således tror vi att Hosting-marknaden kommer att visa bra tillväxt men att marginalerna kommer att pressas för enstaka tjänster.

Transmission

Marknaden för oförädlade tjänster (svart-fiber) och delvis förädlade tjänster (våglängder, punkt til punktförbindels m.m.) domineras på operatörssidan av TeliaSonera (Skanova) som uteslutande är den största spelaren. Därutöver finns ett antal stora och små nätägare som hyr ut kapacitet i sin i egen lokal infrastruktur. Inträdesbarriärerna är höga då det krävs stora initiala investeringar i teknisk kringutrustning samt att underhållet och driften av nätet kostar mycket pengar. Ytterligare försvårande omständigheter är TeliaSoneras dominerande ställning i förhållande till de övriga. Efterfrågan på kapacitetstjänster spås öka, framförallt på tjänster där kundens (tjänstleverantörens eller operatörens) tjänsteutbud kan förändras smidigt utan för stor inblandning från leverantören. Dessutom väntas kraven på bandbredd öka. Bland företagskunder kommer efterfrågan, liksom för hostingtjänster, troligen också att öka utifrån att företagen får allt mer komplexa it-system som kräver en kostnadseffektiv och driftssäker lösning i egna interna nätverk som spänner över stora områden. Totalmarknaden för transmissionstjänster är troligen en miljardmarknad, vilket ger Bahnhof stora tillväxtpotentialer framöver.

Totalmarknaden är stor och växande

Konkurrenter - många

Privatmarknaden/Fiberaccess via stadsnät

Generellt sett konkurrerar Bahnhof med ett antal spelare som primärt erbjuder bredband via telejacket, men som även kompletterar sitt utbud med trådlösa alternativ och till viss del anslutningar via fiber. Bland dessa finner vi TeliaSonera, Telenor, Bredbandsbolaget (Telenor), Glocalnet (Telenor) samt Tele2. Utöver dessa kommer även konkurrens från ComHem, som i första hand levererar internet via kabel-tv nätet. Det som framförallt gynnar ComHem och Telia är att många av bolagets kunder inte har möjlighet att välja någon annan operatör då företagen till stor del är exklusiva leverantörer i flera fastighetsnät, främst i storstadsregionerna. Överlag är dessa operatörers priser något högre jämfört med

Överlag konkurrerar Bahnhof med Telia, Tele2, Bredbandsbolaget och ComHem

fiberoperatörerna, delvis på grund av att tillgängligheten till anslutningsformen är bättre.

Bredband2, Alltele och Blixtvik är de främsta konkurrenterna i stadsnäten

Direkta konkurrenter utgörs av de mindre operatörer som säljer anslutningar via fiber i stadsnäten. Mätt i antalet kunder (cirka 80 000 stycken) är Bredband2 den ledande operatören i segmentet. Den positionen stärktes ytterligare under slutet av 2009 genom förvärvet av Adamo. En annan spelare på marknaden är Blixtvik, som levererar bredbandstjänster till ungefär 30 000 kunder i cirka 50 stadsnät. IP-telefonleverantören Alltele är ytterligare en konkurrent.

Produktmixerna skiljer sig marginellt

Produktmixen skiljer sig inte avsevärt mellan dessa mindre operatörer och bindningstider samt prissättning är liknande. Däremot skiljer de sig åt strategiskt. Detta genom att konkurrenterna i större utsträckning har vuxit och har för avsikt att växa genom förvärv. Något som kan ge skalfördelar snabbare. Å andra sidan medför strategin att kunderna blir mer lättflyktiga och risken för större kundtapp ökar.

Ställningstagande för ökad integritet på internet, en konkurrensfördel

En av Bahnhofs konkurrensfördelar som är värd att nämna med tanke på dagens fildelningsdebatt är bolagets ställningstagande för ökad integritet på internet. Enligt den nya IPRED-lagen är Bahnhof tvungna att lämna ut uppgifter om sina kunders IP-nummer. Bahnhof sparar emellertid inte dessa data, i enlighet med lagen om elektronisk kommunikation, och därmed kan inte informationen lämnas ut. Dock så kommer en ny datalagringslag att gälla framöver, vilket troligen kommer tvinga bland annat operatörer att spara kunddata.

Hosting

Servage och Phonera är några av konkurrenterna

De låga inträdesbarriärerna på marknaden gör förmodligen att konkurrensen kan komma att hårdna. Några av konkurrenterna inom segmentet är Servage (tidigare Tele5), Phonera och danska TDC Song. Det finns också operatörsneutrala konkurrenter såsom privatägda Interixion som i dagsläget har cirka 1 100 företagskunder runt om i Europa. Något som gör Bahnhof relativt unikt i sällskapet är att bolaget har valt att bygga datahallar i centrala delar av städerna. Till skillnad från konkurrenterna som i flera fall förlagt sina anläggningar utanför städerna. Att man dessutom kontrollerar en del av den fysiska infrastrukturen gör att säkerhetsnivån kan hållas mycket hög på vissa sträckor.

Datahallarnas lokala placering, en konkurrensfördel

Transmission

Konkurrens kommer främst ifrån stora spelare såsom Skanova

Detta segment har länge dominerats av stora spelares såsom TeliaSonera (Skanova), norska Telenor och danska TDC Song. Den kanske mest likvärdiga konkurrenten till Bahnhof är dock IP-Only, som på allvar blev en av de första utmanarna till de större spelarna genom förvärvet av KPN Qwest's fibernät. Trafikvolymen i Bahnhofs nät är idag begränsad men med hög en kostnadskontroll satsar bolaget på att konkurrera som prispressare. Å andra sidan håller IP-Only också lägre priser i förhållande till de andra

operatörerna men däremot är servicenivån inte erkänt lika hög som de större spelarnas. IP-Onlys finansiella ställning är heller inte den bästa och kan Bahnhof ytterligare pressa priserna samt garantera en god servicenivå så finns det en möjlighet för Bahnhof att bli ett förstahandsval när kunderna väljer leverantör.

Inom segmentet kommer till viss del även konkurrens från DGC One och Phonera.

Sammanfattning av marknaden

Goda tillväxtmöjligheter

Sammantaget ger Bahnhofs tredelade fokus tillväxtmöjligheter i tre stora och växande delmarknader. Dock så är konkurrensen stor och en riktigt stor spelare såsom TeliaSonera kan snabbt ändra spelreglerna både i det öppna stadsnäten och i fibernäten. Även PTS kan förändra villkoren för operatörerna. Dock skulle troligtvis förändrade villkor av PTS gynna de mindre operatörerna, snarare än de större operatörerna.

Finansiella prognoser

Bahnhofs förlustfria historik imponerar

Bahnhofs förlustfria historik kan inte anses vara annat än imponerande. Bolaget har sedan starten uppvisat stark tillväxt och en kontinuerligt förbättrad lönsamhet och vinsttillväxt. Något som ytterligare gör Bahnhof unikt, i synnerhet i förhållande till konkurrenterna, är att bolaget redovisar egna försäljnings- och vinstprognoser. Enligt Bahnhofs prognoser för 2009 kommer bolaget att omsätta 163 miljoner kronor, vilket motsvarar en tillväxt på cirka 30 procent. Med tanke att tidigare års prognoser har överträffats med råge antar vi att bolaget överträffar även denna prognos. Antagandet stärktes ytterligare efter Q1'09-rapporten som visade att Bahnhof växt med 47 procent jämfört med Q1'08. Blickar vi framåt mot 2012 och 2013 så är Bahnhofs målsättning en omsättning på 500 miljoner kronor. En siffra som inte låter helt orimlig med tanke på Bahnhofs exponering mot tre snabbväxande delmarknader. Trots goda tillväxtmöjligheter tror vi dock att målet kräver ett eller flera större förvärv, något som i spåren av lågkonjunkturen skulle kunna bli aktuellt.

Försäljningstillväxten blev 47 procent i Q1'09

Antalet kunder, churn eller ARPU redovisas inte

Bahnhof redovisar inte försäljningen per respektive affärsområde eller viktiga operatörsmått såsom antalet kunder, ARPU eller churn på regelbunden basis, vilket skapar en viss osäkerhet i prognoserna för 2009 och 2010.

Cirka 50 procent av intäkterna härstammar från privatkunder

Privatkunder/stadsnät – låg ARPU men bra tillväxt

Vi räknar med att cirka 50 procent av intäkterna kommer ifrån försäljning av bredband och tilläggstjänster till privatkunder. Det är en andel som vi tror kommer att minska något under 2009 till fördel för en ökad försäljning i datahallen Pionen. Då Bahnhof inte tidigare redovisat antalet kunder är det svårt att skapa sig en uppfattning om kundtillväxten. Baserat på vissa historiska siffror tror vi att Bahnhof växer organiskt med cirka 2000 nya kunder per kvartal och räknar med att det totala antalet kunder uppgår till cirka 55 500 stycken i Q4'09. Eftersom bolaget till stor del vuxit organiskt och att kunderna därmed aktivt valt Bahnhof som leverantör, tror vi att andelen tappade kunder (churn) är relativt låg.

Vi räknar med en ARPU på 135 – 140 kronor år 2009...

Baserat på våra antaganden om kunder och kundtillväxt beräknar vi den genomsnittliga intäkten per kund (ARPU) till cirka 125 - 135 för perioden Q1'08 – Q3'08. Under Q4'08 fick Bahnhof genom förvärvet av Fifnet in en mängd kunder som förutom bredband även köper IP-telefoni. Det gjorde att ARPU enligt våra beräkningar förbättrades till cirka 135 - 140 kronor per kund och månad under perioden. Framöver räknar vi även med en viss ökning i försäljningen av tilläggstjänster, främst av IP-telefoni. Detta eftersom kunden i stor utsträckning väljer sin bredbandsoperatör vid val av IP-telefoni. Även samarbetet med Canal Digital för försäljning av IP-TV (pakteterbjudande lanseras under Q2'09) tror vi till viss del kan bidra positivt till ARPU och vi antar att ARPU håller sig i intervallet 135 – 140

kronor under 2009. Sammantaget tror vi att intäkterna inom privatsegmentet uppgår till cirka 84 miljoner kronor på helårsbasis 2009.

och en bruttomarginal på 22 procent

Fokus på lönsamhet ser ut att öka bland fiberoperatörerna under 2009

Bruttomarginalen är fortfarande pressad av de höga priserna som Bahnhof betalar per kund (cirka 100-120 kronor) till nätägarna i de öppna stadsnäten. Dessa tycks inte minska i takt med större kundvolym, vilket dessvärre talar för att bruttomarginalen kommer fortsätta att ligga kring 20 – 25 procent. Å andra sidan har Bahnhof indikerat att operatörerna i lågprissegment kommer att fokusera mer på lönsamhet än på tillväxt under 2009. Det kan tyda på att stadsnätsägarna kommer att justera sin prissättning alternativt att fiberoperatörernas priser på internetanslutningar unisont kan komma att justeras upp under 2009. I kombination med en ökad försäljning av tilläggstjänster tror vi att bruttomarginalen uppgår till omkring 22 procent sett över helåret 2009. Blickar vi framåt tror vi att omsättningen för området uppgår till 97 miljoner kronor år 2010.

Nedan följer en tabell med Redeyes antagande för försäljning, kunder och ARPU inom segmentet.

Tabell 1: Privat, Kunder och ARPU												
(SEKm)	Q1'08	Q2'08	Q3'08	Q4'08	2008	Q1'09	Q2'09E	Q3'09E	Q4'09E	2009E	2010E	2011E
Försäljning, MSEK	13,3	13,8	16,0	20,3	63,4	19,6	20,6	21,4	22,2	83,9	97,0	108,5
<i>tillväxt</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>47%</i>	<i>50%</i>	<i>34%</i>	<i>9%</i>	<i>32%</i>	<i>16%</i>	<i>12%</i>
Antal kunder	35 357	38 357	42 600	46 600	46 600	49 500	51 500	53 500	55 500	55 500	62 500	69 500
<i>tillväxt</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>40%</i>	<i>34%</i>	<i>26%</i>	<i>19%</i>	<i>19%</i>	<i>13%</i>	<i>11%</i>
Netto nya kunder	2 500	3 000	4 243	4 000	13 743	2 900	2 000	2 000	2 000	8 900	7 000	7 000
ARPU, SEK	133	128	134	138	133	136	136	136	136	136	137	137
<i>tillväxt</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>n.m</i>	<i>2%</i>	<i>7%</i>	<i>1%</i>	<i>-1%</i>	<i>2%</i>	<i>1%</i>	<i>0%</i>

Källa: Redeye Research

Hosting – höga bruttomarginaler under press

Segmentet Hosting antas växa snabbt

Vi uppskattar att segmentet Hosting blir det mest snabbväxande under innevarande år och tror att omsättningen uppgår till ungefär 39 miljoner år 2009. En av anledningarna till detta är att försäljning av serverutrymme i Pionen väntas att ta fart på allvar under 2009. Bruttomarginalen påverkas till stor del av kostnader för el och hårdvara. Sammantaget ökade dessa kostnader under Q4'08 vilket gör att vi antar en något lägre bruttomarginal, cirka 75 procent framöver. Tekniken är heller inte speciellt avancerade och därmed finns det en risk för att ökad konkurrens och prispress. Generellt är orderingen god i datahallarna och kontraktstiderna långa. Dessutom tror vi att kunderna är relativt trögrörliga, vilket borgar för säkra intäkter även under 2010. Å andra sidan blir följden av en ökad utnyttjandegrad att tillväxten kommer att dämpas eftersom att datahallarna endast kan fyllas till en viss gräns. Bahnhof har indikerat att kunderbidande kommer att breddas och ett mer övergripande servicekoncept kommer att säljas till befintliga kunder, vilket kan väga upp prispressen framgent. Allt som allt antar vi att Bahnhof's försäljning inom området Hosting växer med cirka 50

Tekniken är dock inte speciellt avancerad

procent och att bruttomarginalen på helårsbasis 2009 uppgår till ungefär 73 procent.

Transmission – uppstickare med ledig kapacitet

Kundvolymen är låg men väntas öka

Bruttomarginalen kan påverkas negativt av prispres

Kundvolymen i nätet är i dagsläget relativt liten och mycket av kapaciteten utnyttjas troligtvis inte. Vi tror att Bahnhof's strategi, att pressa priserna för att få in fler kunder kommer att få en positiv effekt på volymen under 2009. Sammantaget tror vi att Bahnhof växer med 37 procent och att omsättningen uppgår till cirka 41 miljoner kronor år 2009. Bolaget har indikerat att de i dagsläget successivt kan sänka priserna ganska rejält utan att det påverkar bruttomarginalen avsevärt. Vi antar dock en mer konservativ ställning och kalkylerar med att bruttomarginalen kommer att försvagas något 2009 till följd av prissänkningarna. Sett över helåret räknar vi med att Bahnhof's bruttomarginal uppgår till 53 procent för transmissionstjänsterna.

Nedan följer en sammanfattning av Bahnhof's tre affärsområden baserad på Redeyes estimat.

Tabell 2: Försäljning per segment

(SEKm)	Q1'08	Q2'08	Q3'08	Q4'08	2008	Q1'09	Q2'09E	Q3'09E	Q4'09E	2009E	2010E	2011E
Stadsnät, Privatkunder	13,3	13,8	16,0	20,3	63,4	19,6	20,6	21,4	22,2	83,9	97,0	108,5
tillväxt	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	47%	50%	34%	9%	32%	16%	12%
Kostnader	-10,0	-10,8	-14,1	-15,7	-50,6	-15,3	-16,0	-16,6	-17,3	-65,2	-75,2	-83,5
Bruttomarginal	25%	21%	11%	23%	20%	22%	22%	22%	22%	22%	23%	23%
Andel	50%	47%	50%	52%	50%	50%	50%	50%	49%	50%	47%	45%
Hosting	6,1	6,3	6,4	7,5	26,3	8,6	9,5	10,3	11,0	39,4	53,0	66,0
tillväxt	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	41%	51%	61%	46%	50%	35%	25%
Kostnader	-0,9	-0,9	-0,9	-2,0	-4,7	-2,2	-2,5	-2,9	-3,1	-10,6	-17,0	-22,4
Bruttomarginal	85%	85%	86%	74%	82%	75%	74%	72%	72%	73%	68%	66%
Andel	23%	21%	20%	19%	21%	22%	23%	24%	24%	23%	26%	27%
Transmissionstjänster	7,1	7,5	7,5	8,3	30,4	9,3	10,0	10,5	11,0	40,8	52,0	64,0
tillväxt	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	31%	34%	40%	33%	34%	27%	23%
Kostnader	-3,1	-3,2	-3,5	-3,3	-13,0	-4,2	-4,6	-4,9	-5,3	-19,0	-26,0	-33,3
Bruttomarginal	56%	57%	54%	60%	57%	55%	54%	53%	52%	53%	50%	48%
Andel	27%	25%	24%	21%	24%	24%	24%	24%	24%	24%	25%	26%
Summa Segment	26,5	27,5	29,9	36,2	120,0	37,5	40,1	42,2	44,2	164,1	202,0	238,5
Övrigt (IP telefoni m.m.)	-0,1	2,1	2,1	3,1	7,2	2,0	1,0	1,0	1,0	5,0	5,0	5,0

Källa: Redeye Research

Detaljerade estimat för 2009 och 2010

Vi tror att Bahnhof omsätter 169 och 207 MSEK under 2009 respektive 2010

Sammanlagt tror vi att Bahnhof omsätter 169 miljoner kronor 2009 och 207 miljoner kronor 2010. Det motsvarar en organisk tillväxt på 33 procent (exkluderat posten aktiverat arbete för egen räkning) respektive 22 procent. Utöver kostnader som belastar respektive verksamhetsgren finns en post som inte kan härledas till något specifikt segment men som påverkar bruttomarginalen för hela verksamheten. Allt som allt räknar vi med en bruttomarginal på 43 procent för 2009 och 42 procent för 2010. Tittar vi på rörelseresultatet på EBITDA-nivå så tror vi att Bahnhof presterar ett EBITDA-resultat på 24 miljoner kronor år 2009 respektive 31 miljoner kronor år 2010. Således antar vi att EBITDA-marginal uppgår till cirka 15

procent åren 2009 och 2010. Nedan följer en tabell med detaljerade estimat.

Tabell 3: Detaljerat estimat

(SEKm)	2007	Q1'08	Q2'08	Q3'08	Q4'08	2008	Q1'09	Q2'09E	Q3'09E	Q4'09E	2009E	2010E
Försäljning	85,1	26,4	29,6	32,0	39,3	127,2	39,5	41,1	43,2	45,2	169,0	207,0
Stadsnät	n.m	13,3	13,8	16,0	20,3	63,4	19,6	20,6	21,4	22,2	83,9	97,0
Hosting	n.m	6,1	6,3	6,4	7,5	26,3	8,6	9,5	10,3	11,0	39,4	53,0
Transmissionstjänster	n.m	7,1	7,5	7,5	8,3	30,4	9,3	10,0	10,5	11,0	40,8	52,0
Övrigt	n.m	-0,1	2,1	2,1	3,1	7,2	2,0	1,0	1,0	1,0	5,0	5,0
EBITDA	6,8	3,3	5,1	4,5	5,3	18,2	5,4	5,8	6,4	7,1	24,7	30,7
EBIT	5,5	1,7	3,5	2,7	2,9	10,9	2,8	3,8	4,4	5,1	16,1	22,2
PTP	5,0	1,6	3,3	2,0	2,2	9,1	2,5	3,4	4,0	4,6	14,5	20,4
VPA, SEK	n.m	0,11	0,24	0,15	0,16	0,65	0,18	0,25	0,29	0,34	1,07	1,51
Försäljningstillväxt (YoY)	34%	48%	51%	79%	32%	50%	50%	39%	35%	15%	33%	22%
Bruttomarginal	56%	52%	44%	46%	38%	41%	45%	43%	43%	42%	43%	42%
EBITDA marginal	8%	12%	17%	14%	14%	14%	14%	14%	15%	16%	15%	15%
VPA tillväxt (YoY)	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	60%	8%	101%	116%	64%	41%

Källa: Redeye Research

Balansräkning och kassaflöde

Kassan stärktes i Q1'09 och kassaflödet är starkt

Kassan stärktes under Q1'09 och uppgick till cirka 8 miljoner kronor i slutet av perioden. Kassan får anses som bra med tanke på att en stor del av investeringarna, cirka 40 miljoner kronor i operatörsnätet och teknisk kringutrustning samt och datahallarna, har genomförts under 2008.

Den räntebärande nettoskulden är något hög

Investeringarna har dock inte uteslutande finansierats med egna medel utan även genom banklån. Således är den räntebärande nettoskulden, cirka 18 miljoner något hög. För att stärka soliditeten kommer lånen att amorteras av i rask takt. Kassaflödet uppgick till 1,2 miljoner kronor år 2008 och 4,1 miljoner kronor i Q1'09, vilket är bra. Kassaflödet kommer troligtvis att stärkas ytterligare framgent till följd av en lägre investeringstakt och fortsatt positivt resultat från verksamheten. Följaktligen är det bäddat för att kassan stärks ytterligare under året. Dock väntar vi oss en något högre investeringstakt under 2010.

Bahnhof skriver löpande av Goodwill

Bahnhof har valt att kontinuerligt skriva av sin goodwillpost (bolaget tillämpar inte IFRS), till skillnad fler andra operatörer som exempelvis Bredband2. Detta påverkar förvisso nettoresultat negativt men medför en lägre risk för större nedskrivningar framöver. Goodwillposten uppgick till 2,4 miljoner kronor per 2008 och skrevs av med cirka 0,7 miljoner kronor samma år. Det egna kapitalet i bolaget är begränsat vilket medför en låg soliditet om endast 6 procent (2008).

Bahnhof delar ut pengar

Trots att Bahnhof är en liten internetoperatör delar bolaget ut pengar och utdelningen för 2008 uppgår till 0,18 kronor per aktie. Målsättningen framöver är att dela ut 50 procent av vinsten och baserat på vår vinstprognos för helåret 2009 tror vi att bolaget delar ut 0,54 kronor per aktie, en direktavkastning på cirka 6,5 procent.

Värdering

Att göra en korrekt värdering är av en liten teleoperatör är svårt

Vi använder oss av två modeller

Vår DCF-modell indikerar ett värde på 13 kronor per aktie

Att göra en korrekt värdering av en liten teleoperatör med en ny teknik och som växer snabbt i ett förändlig telekomlandskap är svårt. Risken är hög och beroende på hur väl företaget lyckas framöver blir det stor variation i värderingen av aktien. Vi använder i princip två värderingsmodeller: 1) en diskonterad kassaflödesmodell (DCF) och 2) en relativ värderingsmodell.

DCF-värdering

Genom att använda prognoserna i föregående avsnitt beräknar vi det diskonterade värdet per aktie med hjälp av en DCF-modell. På grund av det låga börsvärdet, cirka 80 miljoner kronor använder vi ett risktillägg på 3,9 procent och således blir marknadsriskpremien 9,3 procent. Därutöver räknar vi med en riskfri ränta om 3,2 procent och ett betavärde på 1,3. Sammantaget ger det en diskonteringsränta (WACC) på 14,1 procent. Genom att nuvärdesberäkna de förväntade kassaflödena och dividera det med antalet aktier erhåller vi ett diskonterat värde på 13 kronor per aktie.

För att nå detta värde räknar Redeye med en genomsnittlig försäljningstillväxt på 7,8 procent samt en rörelsemarginal (EBIT-marginal) om i snitt 11,5 procent mellan åren 2012 – 2016. Något som antas vara rimligt med tanke på bolagets stabila historik. Sammantaget ser vi därmed en stor uppsida i aktien fundamentalt sett. Dock skall påpekas att prognoserna som värderingen baseras på är något osäkra då viktiga operatörsmått såsom, exempelvis antal kunder, ARPU och churn inte redovisas kontinuerligt av Bahnhof.

Tabell 4: DCF-värdering						
(SEKm)	2008	2009E	2010E	2011E	Kassaflöden	Totalt
Försäljning	128,8	169,0	207,0	243,5	DCF 2009 -11	35,9
EBIT	11,1	16,1	22,2	30,0	DCF 2012 - 16	55,2
Skatt	-1,7	-3,8	-5,3	-7,3	DCF 2017 -	63,6
NOPLAT	9,4	12,3	16,9	22,6	Rörelsefrämmande tillg.	4,6
Förändring rörelsekap.	1,3	-4,3	-1,0	-2,0	Räntebärande skulder	27,6
Investeringar	-27,1	12,0	14,4	19,1		
Fritt kassaflöde	-9,1	12,0	14,4	19,1	Summa	131,6
Fritt kassalöde, Diskonterat	0,0	11,0	11,5	13,4	Per akite (SEK)	13,2

Källa: Redeye Research

Relativvärdering – operatörer är lågt värderade

I tabellen på nästa sida har vi valt ut några jämförelseobjekt till Bahnhof. Då Bahnhof's tredelade fokus gör bolaget relativt unikt i dagsläget är det svårt att hitta en helt jämförbar kandidat. En aspirant på transmissionssidan skulle vara onoterade IP-Only. På privatkundssidan finns däremot stora likheter bland de mindre operatörerna som till exempel Bredband2 och Alltele.

Bahnhof handlas till 7,0x årets vinst, vilket är lägre än snittet

Baserat på våra prognoser för innevarande räkenskapsår handlas Bahnhofs aktie till 7,0x årets vinst, vilket är något lägre än medianvärdet på 8,9x vinsten för de mindre operatörerna.

Relativt värderas Bahnhof i linje med konkurrenterna

Studerar vi EV/EBITDA, som är den kanske mest relevanta multipeln, så värderas Bahnhof i linje med snittet både på 2009 och 2010 år prognoser. Generellt tycker vi att flertalet av operatörerna i tabellen nedan värderas lågt. Starka kassaflöden, bra tillväxt, uppköpsmöjligheter och låga EV/EBITDA-multiplar är några parametrar som gör att vi tycker att värderingen av operatörerna i grupp 2 är för låg. Vi ser dock några ytterligare fördelar med Bahnhof som gör att bolaget skiljer sig från de andra. Bland annat har bolaget till stor del vuxit organsikt samt har en bättre bruttomarginal tack vare betydlig mer lönsamma affärer i datahallarna och på operatörssidan. Dessutom är andelen tappade kunder (churn) troligen lägre samt att bolaget historiskt sett överträffat de prognoser som har kommunicerats. Således gör det att vi tycker att aktien i dagsläget borde handlas till något högre multiplar relativt sett.

Tabell 5: Relativvärdering

(SEKm)	Aktiekurs	Börsvärde	P/E		EV/EBITDA		EV/sales		Försäljning		Tilväxt	Bruttomarginal
			2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2009E	2010E	2010E	
Grupp 1												
TELIASONERA AB	37,8	169 739	8,8	8,3	6,8	6,5	2,1	2,1	111557	113705	2%	45 - 50%
TELENOR ASA	50,9	84 306	6,4	6,3	5,4	5,5	1,2	1,2	127571	131706	3%	60 - 70%
TELE2 AB	78,0	35 098	10,1	9,2	4,7	4,5	1,0	1,0	40345	40825	1%	40 - 45%
Grupp 2												
DGC ONE AB	32,7	267	12,1	10,4	3,1	2,7	0,8	0,7	255	281	10%	60 - 65%
PHONERA AB	20,5	164	5,5	5,0	3,4	3,1	0,4	0,4	441	485	10%	35 - 40%
ALLTELE AB	9,6	95	6,9	5,2	3,1	2,8	0,5	0,5	236	248	5%	35 - 40%
BREDBAND2 AB	0,2	64	11,0	7,2	6,0	3,8	0,4	0,3	179	203	14%	25 - 30%
BAHNHOF AB	7,5	75	7,0	5,0	3,8	3,0	0,5	0,4	169	207	22%	40 - 50 %
Medel (Grupp 2)			8,9	6,9	3,9	3,1	0,5	0,5				
Median (Grupp 2)			8,9	6,2	3,2	2,9	0,5	0,4				

Källa: Bloomberg, Redeye Research

Sammanfattning värdering

Allt som allt anser vi att värderingen fundamentalt sett är attraktiv och följaktligen ser vi en stor uppsida i aktien. Relativt sett, värderas Bahnhof ungefär i linje med konkurrenterna. Emellertid tycker vi att sektorn överlag värderas lågt.

Risker och hot

Omsättningen i aktien är väldigt låg

Ökad prispress är ett ytterligare ett hot för en liten telekomoperatör

Trots Bahnhofs imponerad historik och goda framtidsutsikter är en investering i en liten internetoperatör såsom Bahnhof förknippat med vissa risker. En aspekt som påverkar intresset för aktien negativt är den väldigt låga omsättningen i aktien samt free-floaten som uppgår till blott 12 procent. Det gör det svårt att komma in likväl ur aktien samt köpa en större post. En lösning som storägarna flaggat för är utförsäljning av delar av aktieinnehaven. Bolaget söker även öka intresset för aktien bland institutioner genom förbättrad informationsspridning. Utöver den tröga handeln är de mest uppenbara hoten prispress samt att större operatörer snabbt kan ändra spelreglerna i det öppna stadsnäten och för operatörerna som tillhandahåller kapacitetstjänster.

Triggers

Några triggers vi ser för Bahnhof framöver är:

- Fortsatt hög organisk vinsttillväxt i kommande kvartalsrapporter
- Höjda prognoser
- Förvärv i sektorn

Förvärv i sektorn, en trigger

Sammanfattning

Bahnhof har en imponerad historik som är fri från förluster. Bolaget styrs dessutom av en ledning som sett till att prognoserna som redovisats har överträffats fler år i rad.

Bahnhofs tredelade fokus ger tillväxtmöjligheter i tre stora delmarknader framöver. Dock antar vi att bruttomarginalen kan påverkas negativt av prispress under 2009 och 2010. Dessutom kan en större spelare snabbt ändra spelreglerna i marknaden.

Med hög organisk tillväxt, starka kassaflöden, långa kundavtal och en bra direktavkastning, tycker vi att Bahnhofs värdering är attraktiv. Baserat på våra prognoser och vår DCF-modell beräknar vi värdet per aktie till 13 kronor. Å andra sidan är det inte lätt att göra en korrekt värdering av en liten telekomoperatör. Att viktiga operatörsmått såsom churn eller ARPU inte redovisas skapar ytterligare osäkerhet. Relativt sett värderas Bahnhof i linje med ett antal konkurrenter i sektorn. Dock tycker vi att sektorn överlag värderas lågt. Dessvärre är likviditeten i Bahnhof-aktien väldigt låg och aktien handlas dessutom nära årshögsta.

Appendix 1

Tabell 5: Förvärv

År	Bolag	Antal kunder	Åromsättning
Q3/Q4'08	Finet, Finspång	2000	2-3 MSEK
Q1/Q2'08	Härjeåns kraft	1500-2000	1,5-2,5MSEK
Q4'07	BitNet	3000	4-5 MSEK
2000-2004	GlobeCom, Telenordia, Euroseek, Dalnet	flera tusen	N/A

Källa: Bahnhof, Redeye Research

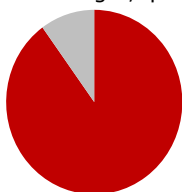
Sammanfattning Redeye Rating

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:

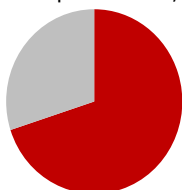
Detta är den första bolagsanalysen. Således har inga förändringar gjorts.

Ledning 9,0p



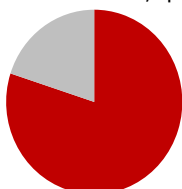
Kommentar: Full poäng på allt utom marknadskommunikation då vi gärna ser att redovisningen i kvartalsrapporter och årsredovisning kan bli betydligt mycket bättre.

Tillväxtpotential 7,0p



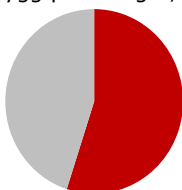
Kommentar: Stor totalmarknad och exponering mot fler delmarknader som visar bra tillväxt men konkurrensen är stor. Dessutom finns det stora spelare som inte riktigt har gått in på dessa segment ännu. Ingen större skillnad i produkt erbjudande och låga priser råder.

Lönsamhet 8,0p



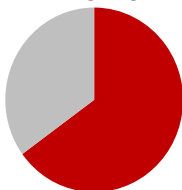
Kommentar: Bahnhof har varit vinstdrivande under flera år dock är bruttomarginalen i verksamheten runt 40 - 45 % och rörelsemarginalen har inte ännu nått upp till 10 % (men gör det under 2009). Kassaflödet är starkt och avkastning på eget kapital är hög.

Trygg placering 5,5p



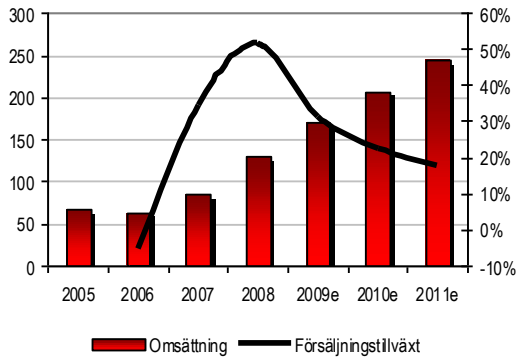
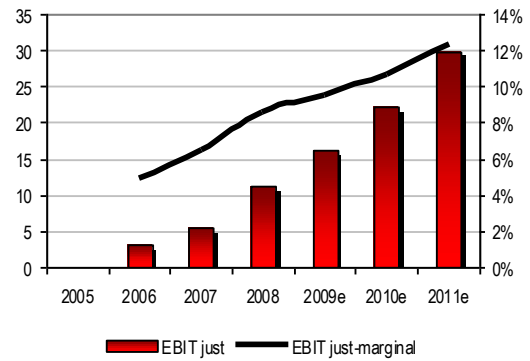
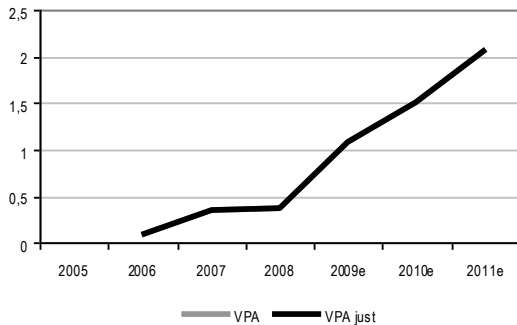
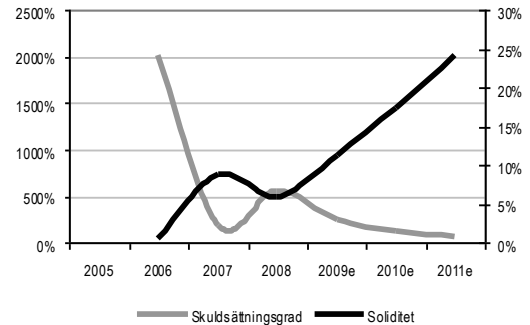
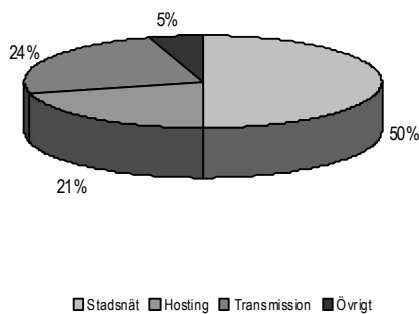
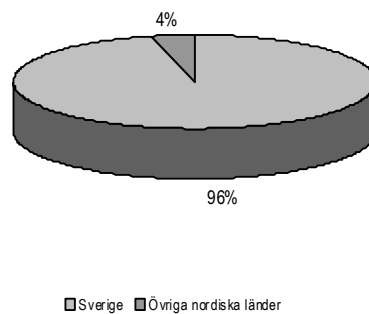
Kommentar: Bolagets beroende av enskilda kunder och konjunkturen är låg. Dock så styrs spelregler av PTS/TeliaSonera. Finansieringen är bra även om räntebärande nettoskulden är hög. Dåligt spritt ägande och mycket dålig likviditet i aktien.

Investeringsläge 6,5p



Kommentar: Låg fundamental värdering. Relativt sett värderas bolaget i linje med jämförbara bolag. Dessutom så handlas aktien nära 12-månaders högsta kurs. Troligen måste bolaget uppgradera sin 2009-prognos.

Resultaträkning, MSEK						DCF värdering		Kassaflöden, MSEK			
Omsättning	85	129	169	207	244	Riskpremie (%)	9,3	NV FCF (2009-11)	35,9		
Summa rörelsekostnader	-75	-110	-144	-176	-205	Betavärde	1,3	NV FCF (2012-16)	55,2		
EBITDA	10	18	25	31	38	Riskfri ränta (%)	3,2	NV FCF (2017-)	63,6		
Avskrivningar	-5	-7	-9	-9	-9	Räntepremie (%)	5,0	Rörelsefrämjade tillgångar	4,6		
EBIT	6	11	16	22	30	WACC (%)	14,1	Räntebärande skulder	27,6		
								Motiverat värde	131,6		
Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Antaganden 2012-16 (%)		Motiverat värde per aktie, SEK	13,2		
Finansiella intäkter	0	0	0	0	0	Genomsn. förs. tillv.	7,8	Börskurs, SEK	7,5		
Finansiella kostnader	-1	-2	-2	-2	-2	EBIT-marginal	11,5				
Resultat före skatt	5	9	15	20	28						
Skatt	-1	-2	-4	-5	-7	Lönsamhet	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Nettoresultat	4	4	11	15	21	Avk. på eget kapital (ROE)	149%	79%	142%	108%	91%
						ROCE	65%	48%	47%	59%	68%
Resultaträkning just, MSEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e	ROIC	52%	41%	36%	45%	51%
Jämförelsestörande poster	0	0	0	0	0	EBITDA just-marginal	12%	14%	15%	15%	16%
EBITDA just	10	18	25	31	38	EBIT just-marginal	6%	9%	10%	11%	12%
EBIT just	6	11	16	22	30	Netto just-marginal	4%	3%	6%	7%	9%
PTP just	5	9	15	20	28						
Nettoresultat just	4	4	11	15	21	Data per aktie, SEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e
						VPA	0,36	0,37	1,07	1,51	2,08
Balansräkning, MSEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e	VPA just	0,36	0,37	1,07	1,51	2,08
Tillgångar						Utdelning	0,4	0,2	0,5	0,8	1,0
Omsättningstillgångar						Nettoskuld	0,6	2,4	1,8	1,2	0,5
Kassa och bank	3	4	8	10	15	Antal aktier	10,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Kundfordringar	10	15	22	26	30	Värdering	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Lager	0	0	0	0	0	Enterprise value	81	99	93	93	93
Andra fordringar	6	10	12	16	20	P/E	21,0	20,1	7,0	5,0	3,6
Summa omsättningstillg.	19	29	42	52	65	P/E just	21,0	20,1	7,0	5,0	3,6
Anläggningstillgångar						P/S	0,9	0,6	0,4	0,4	0,3
Inventarier	21	51	47	48	50	EV/S	1,0	0,8	0,5	0,4	0,4
Finansiella anl.tillg.	10	1	1	1	1	EV/EBITDA just	7,8	5,4	3,8	3,0	2,4
Goodwill	3	2	2	2	2	EV/EBIT just	14,7	8,9	5,7	4,2	3,1
Balans. utv. kostn.	0	0	0	0	0	P/BV	16,2	15,4	7,3	4,2	2,7
Övr. imateriella tillg.	0	0	0	0	0						
Summa anläggningstillg.	34	54	49	51	52	Aktiens utveckling		Tillväxt/år		07/09P	
Summa tillgångar	53	83	91	102	117	1 mån	0,0%	Omsättning		41,0%	
Skulder						3 mån	46,0%	Rörelseresultat, just		71,1%	
Kortfristiga skulder						12 mån	3,6%	V/A, just		73,0%	
Leverantörsskulder	13	9	12	14	16	Årets Början	48,5%	EK		48,5%	
Övriga icke ränteb. skulder	27	37	39	44	48	Aktiestructur %		Röster		Kapital	
Summa kortfristiga skulder	39	46	51	58	64	KN Telecom		97,0		88,0	
Långa icke ränteb.skulder	0	0	0	0	0	Avanza Bank		0,7		2,5	
Räntebärande skulder	9	28	25	22	20	SHB		0,3		1,1	
Summa skulder	48	74	76	80	84	Nordea Bank		0,2		0,9	
Avsättningar	0	4	4	4	4	SEB		0,2		0,9	
Eget kapital	5	5	10	18	28	Tobias Lewén		0,2		0,6	
Minoritet	0	0	0	0	0						
Minoritet & Eget Kapital	5	5	10	18	28	Summa skulder och eget kapital	53	83	91	102	117
Fritt kassaflöde, MSEK	2007	2008	2009e	2010e	2011e	Aktien					
Omsättning	85	129	169	207	244	Reuterskod					BAHNb.ST
Summa rörelsekostnader	-75	-110	-144	-176	-205	Lista					Aktietorget
Avskrivningar	-5	-7	-9	-9	-9	Kurs, SEK					7,5
EBIT	6	11	16	22	30	Antal aktier, milj					10,0
Skatt på EBIT (Justerad skatt)	-1	-2	-4	-5	-7	Börsvärde, MSEK					75
NOPLAT	4	9	12	17	23	Börspost					500
Avskrivningar	5	7	9	9	9	Bolagsledning & styrelse					
Bruttokassaflöde	9	17	21	25	31	VD	Jon Karlung				
Förändring i rörelsekapital	8	1	-4	-1	-2	CFO	Tobias Lewén				
Investeringar	-19	-27	-5	-10	-10	IR	Jon Karlung				
Fritt kassaflöde	-2	-9	12	14	19	Ordf	Wilhelm Dahlborn				
Kapitalstruktur	2007	2008	2009e	2010e	2011e	Nästkommande rapportdatum					
Soliditet	9%	6%	11%	17%	24%	Q2'09-rapport		2009-08-xx			
Skuldsättningsgrad	187%	565%	248%	124%	71%						
Nettoskuld	6	24	18	12	5	Analytiker					Redeye AB
Sysselsatt kapital	13	32	36	40	48	Greger Johansson					Mäster Samuelsgatan 42, 10tr
Kapitalets oms. hastighet	10,1	5,6	5,0	5,5	5,5	greger.johansson@redeye.se					114 35 Stockholm
						Magnus Söderberg					
Tillväxt	2007	2008	2009e	2010e	2011e	magnus.soderberg@redeye.se					
Försäljningstillväxt	34%	51%	31%	22%	18%						
VPA-tillväxt (just)	333%	5%	186%	41%	38%						
Tillväxt eget kapital	2 688%	5%	110%	74%	59%						

Omsättning & Tillväxt (%)

EBIT (justerad) & Marginal (%)

Vinst Per Aktie

Soliditet & Skuldsättningsgrad (%)

Produktområden

Geografiska områden

Intressekonflikter

Greger Johansson äger aktier i bolaget Bahnhof AB: Nej

Magnus Söderberg äger aktier i bolaget Bahnhof AB: Nej

Redeye har deltagit i rådgivning eller corporate finance relaterade tjänster de sista 12 månaderna i Bahnhof AB: Nej

Analysen är baserad på Redeyes Analysgarantikoncept.

Verksamhetsbeskrivning

Bahnhof, noterat på Aktietorget, är en operatör som fokuserar på tre affärsområden. Det största området innefattar internetanslutningar och tilläggstjänster via fiber. De övriga två områdena är transmissionstjänster och hosting/servertjänster för i huvudsak företagskunder och andra operatörer. Merparten av kunderna befinner sig i Sverige men även en liten del i Norge och Danmark. Bahnhof har 58 anställda och bolaget har sitt huvudkontor Stockholm samt ytterligare kontor i fem svenska städer samt ett i Norge och ett i Ukraina där bolaget bedriver en mindre utvecklingsenhet. Omsättningen för 2008 uppgick till 129 miljoner kronor.

DISCLAIMER**Viktig information**

Redeye AB ("Redeye" eller "Bolaget") är ett fristående analysföretag som står under Finansinspektionens (FI) tillsyn sedan juli 2007. Bolaget producerar och säljer aktieanalys samt 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.

Redeye har ingen egen corporate finance avdelning och bedriver ej handel för egen räkning. Vi kan dock samarbeta med externa corporate finance aktörer, fondbolag och fondkommissionärer.

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 därefter.
- 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.
- Analysgaranti (AG) och Uppdragsanalys är analyskoncept som är framtagna av Redeye AB. Redeye är dessutom officiell Research Provider, ett koncept framtaget av NasdaqOMX, vilket betyder att Redeye tillhandahåller aktie- och bolags analys på bolag noterade på NasdaqOMX börslistor. Dessa typer av analyskoncept genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband M&A, nyemission eller en notering. Redeye AB kan utföra finansiell rådgivningsverksamhet mot onoterade och noterade bolag. Läsaren av dessa rapporter bör anta att Redeye kan ha 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 ej 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. Ett case uppdateras dock med hög frekvens och minst vid varje kvartalsrapport och större händelse (<4 ggr/år). Bolagen som följs via AG-konceptet, uppdateras minst 2 gånger per år.

Rekommendationsstruktur

Redeyes rekommendationer för fundamental analys är: Köp (Buy), Avvakta (No Case), Sälj (Sell). Rekommendationer baserade på fundamental analys har en placeringshorisont på 6 månader, om inte annat kommuniceras. Den tekniska analysen har en avsevärt kortare horisont. I analyserna presenteras även en bedömning av den bolagsspecifika risken i aktien. De olika risknivåerna är; Låg, Medel, Hög och Spekulativ. Risknivån är en sammanvägd och subjektiv bedömning av; branschen, bolagets finansiella situation, förväntat nyhetsflöde och andra företagspecifika faktorer.

För analyser enligt AG-konceptet utfärdas ej några investeringsrekommendationer. 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. Syften är att ge ett objektivt och professionellt beslutsunderlag för ägare och investerare samt långsiktigt stödja likviditeten i aktien.

Rekommendationsspridning (2009-04-06)

Rekommendation	Antal	% av alla	% ex. AG
Köp	17	19%	37%
Avvakta	18	20%	39%
Sälj	11	12%	24%
AG/Analysgaranti	44	49%	0%
Totalt	90	100%	100%

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.