

# Bahnhof

## Som på räls

## Sponsorbevakning

## Köp

## Risk: Medel

- Internetpionjär som levererar och överträffar prognoser
- Stark organisk tillväxt till låg kurs
- Drar fördel av lågkonjunkturen
- Lägre kostnader än konkurrenter ger fördel
- Risk/reward aptitlig.

Aktietorgsnoterade Bahnhof går som på räls. Bolaget tillhör den sällsynta skaran av småbolag som faktiskt lever upp till, och överträffar, sina prognoser. Med siktet inställt på en omsättning på 163 MSEK innevarande år och en vinstmarginal på 7 procent är det svårt att komma till någon annan slutsats än att bolaget är köpvärt med ett börsvärde på bara 80 MSEK. Lägg därtill att ledningen med bestämdhet hävdar att pågående lågkonjunktur gynnar Bahnhof så blir det svårt att hålla nere förväntningarna. Bolaget är redan starkt som operatör i de öppna stadsnäten och vill nu ge sig in och kriga bland operatörsnäten. Låga kostnader och stark kostnadskontroll gör bolaget till en trovärdig prispressare.

En viktig skiljelinje mellan Bahnhof och konkurrenterna är Bahnhof's fokus på organisk tillväxt. Det bidrar till att sänka risken och ger oss anledning att tycka att Bahnhof ska värderas med premium gentemot konkurrenterna. Smallcap.se:s rekommendation är köp, men vi flaggar samtidigt för att den tröga handeln kommer att fortsätta ligga som en våt filt över kursen. Åtgärder för att komma tillrätta med problemet har utlovats.

Antal aktier	10 Miljoner
Notering	AktieTorget
VD	Jon Karlung
Störste ägare	KN Telekom
Web	<a href="http://www.bahnhof.se">www.bahnhof.se</a>
Börsvärde (Kurs 8 kr)	80 MSEK
Free float	11%

### Ansvarig analytiker

Anders Ericson

[anders.ericson@smallcap.se](mailto:anders.ericson@smallcap.se)

Smallcap.se AB/smallcap.se

[www.smallcap.se](http://www.smallcap.se)

## Historik

Lagom till julen 2007 noterades Bahnhof på Aktietorget. Noteringen föregicks inte av en nyemission. Syftet med noteringen var främst att med en noterad aktie skapa ett betalningsmedel att använda vid eventuella förvärv och för att få notera aktien krävs att spridningen är tillräcklig. Utgångspunkten är ofta att ett bolag ska ha minst 200 aktieägare. Av den anledningen genomfördes en aktiespridning i samband med noteringen. Huvudägaren KN Telecom bjöd ut 15 procent av B-aktierna till försäljning. KN Telecom ägs av VD Jon Karlung och vice VD Andreas Norman. De fem första handelsdagarna rörde sig Bahnhof i spannet 5,80 – 9 SEK. Under februari i år har aktien rört sig i spannet 7,60 – 11,90 SEK. Det är en imponerande utveckling med tanke på att börsen i runda slängar fallit ca 40 procent. Bahnhofs aktieägare har med andra ord inget att klaga på.

*Bahnhof grundades 1994 och blev då Sveriges första kommersiella ISP*

Bahnhof beskriver sig som Sveriges kanske mest erfarna och erkända ISP (Internet Service Provider). Bolaget kan backa upp det påståendet med en lång historik. Bahnhof grundades 1994 och blev då Sveriges första kommersiella ISP. Det var då de första svenskarna kopplade upp mot internet i hemmet. Bolagets slogan var – Bahnhof stationen på infobahn. 1996 tillträdde Jon Karlung som VD och har lett bolaget sedan dess, förutom under en avstickare strax efter IT-bubblan till hösten 2004. Ledningen för Bahnhof har valt att ta ställning i frågor om personlig integritet på internet och yttrandefrihet, bl a har bolaget tagit avstånd från FRA-lagen och skapat integrity.st. Det bidrar onekligen till varumärket Bahnhof, inte minst för att VD Karlung gärna uttalar sig i dessa frågor i media, och Smallcap.se tror att det kommer att fortsätta vara en konkurrensfördel för bolaget. Det är inte långsökt att tänka sig att IT-ansvariga runt om i svenska organisationer och företag faktiskt i stor utsträckning hyser samma värderingar som Bahnhof.

En central del i Bahnhofs historia är att de inte ryktes med i IT-yrans som präglade slutet på 1990-talet. Bolaget fanns på banan som ISP och hade kunnat ta in externt kapital för att satsa på samma resa som Bredbandsbolaget eller Utfors för att nämna två exempel. Ironiskt nog köper Bahnhof åtta år efter att IT-bubblan har spruckit ett fiberpar som lagts i marken av Utfors (som numera ägs av Telenor) till en kostnad som hade framstått som direkt löjlig på tiden det begav sig och har nu en kapacitet i ett enda fiberpar som i slutet på 90-talet pratades om med mycket stor respekt. Belöningen för tålmodet och försiktigheten är att de idag fortfarande existerar som ett självständigt bolag. Aktieägarna kan räkna med att den synen på strategi, förvärv och lönsam tillväxt, mer gammalt industriellt tänkande än den nya ekonomin, kommer att fortsätta råda inom Bahnhof så länge den befintliga ledningen sitter vid spakarna. Det bidrar till att sänka risken i bolaget och aktien.

*Bahnhof erbjuder bredband, servertjänster och med komplexa driftslösningar till privat- och företagsmarknaderna.*

Bahnhof erbjuder bredband, servertjänster och med komplexa driftslösningar till privat och företagsmarknaderna. Bolaget har uppskattningsvis ca 50 000 privatkunder idag. Verksamheten bedrivs i hela Sverige, Norge och Köpenhamn i Danmark. Totalt har Bahnhof sex datahallar i Sverige. Mest uppmärksamhet har bolaget fått för "Pionen". Pionen är en kärnvapensäker bunker långt ner i berggrunden i centrala Stockholm. Pionen byggdes en gång i tiden för att fungera som

sambandscentral vid ett eventuellt kärnvapenkrig och har gjorts om till en state of the art-anläggning som för tankarna till James Bondfilmer när man kliver in genom dörrarna.

### Privattjänster

Till privatpersoner erbjuder Bahnhof bredband . Bredbandsmarknaden expanderar och tjänsterna blir fler. Främst handlar det om tillgång till internet, men också i ökande omfattning IP-telefoni och –TV. De IP-baserade tjänsterna blir fler i takt med att överföringshastigheterna ökar och kvalitén på tjänsten har ökat dramatiskt de senaste åren. Bahnhof har idag ca 10 procent av sina bredbandskunder även som telekunder. Telfonitjänsten är en brandad variant som gör Bahnhof till återförsäljare på samma sätt som de idag säljer Canal+ utbud till TV-kunder. Rimligtvis finns bättre marginal att hämta i en egen lösning när väl volym har uppnåtts. Det är något Smallcap.se räknar med kommer i framtiden och som då kommer att bidra till såväl tillväxt som marginal.

### Öppna stadsnät

Ett öppet stadsnät är ett fysiskt nät som ofta ägs av ett energi- eller fastighetsbolag. Ägaren av nätet låter det vara öppet för olika operatörer och tjänsteleverantörer vilket skapar en konkurrenssituation till fördel för slutkunderna. Slutkunden kan välja fritt vilket leder till bättre utbud och en bättre prisbild. Slutna nät är såklart bättre för de operatörer och leverantörer av tjänster som släppts in från kylan, men försämrar slutkundens valmöjligheter. Det är inte en alltför vågad slutsats att dödförklara slutna lösningar. Hur lång döds kampen blir är en annan fråga och handlar förmodligen mest om hur länge större aktörer som t ex Telia sitter med ett informationsövertag relativt slutkunderna och nätägarna.

Ett hushåll i ett öppet nät kan välja mellan flera olika tjänsteleverantörer för sitt bredband. Nätägaren är ofta ett energi- eller fastighetsbolag. Dessa står för infrastrukturen. Relationen med slutkunden och tjänsterna levererar tjänsteleverantörer som Bahnhof. Andelen öppna stadsnät växer och verkar vara den enda rimliga lösningen som slutkunderna kommer att acceptera. Fördelarna är stora relativt att vara låst i ett slutet system. Så var t ex fallet tidigare där Telia eller Comhem var det enda alternativet om man bodde i en HSB-lägenhet. Den fortsatta övergången i öppna nät gynnar Bahnhof. En annan trend på marknaden är att LAN-anlutningar växer på ADSLs bekostnad

Efter att ha sett aktörerna priskrīga och köpa volym till varje pris tycker sig Bahnhof nu se en större fokus på lönsamhet bland aktörerna inom öppna stadsnät. Något som i ljuset av de över lag svaga finanserna var tvunget att hända förr eller senare.

*Efter att ha sett aktörerna priskrīga och köpa volym till varje pris tycker sig Bahnhof nu se en större fokus på lönsamhet bland aktörerna inom öppna stadsnät.*

Fiber-lan				
prisexempel Karlskrona				
Operatör	Hastighet Mbit/s	Månadskostnad	Etableringsavgift	Bindningstid
Bahnhof	30/30	259	250	3 mån
Alltele	28/1	299	-	-
Bredband2	30/30	249	250	-
Blixtvik	30/30	295	250	-
Bredbandsbolaget	24/3	299	-	12 mån

Källa: telepriskollen.se; exemplet gäller privatkunder

### Företagstjänster

Samma tjänster i form av internetanslutning och IP-telefoni erbjuds alla storlekar av företag, men Bahnhof erbjuder några tjänster som nästan uteslutande är intressant för företag.

### Datacenter

Bahnhof har idag sex datacenter. Ett datacenter är en större fast installation där krav ställs på miljö och lokal för att säkerställa en säker drift. Kunden, i princip bara företag, väljer att outsourca sin IT-drift till en operatör. Fördelarna för kunden är främst att kostnaderna kan sänkas och att internetförbindelsen blir säkrare (fysiskt och i drift) och kraftfullare. I Pionen kan man välja upp till 10 Gbit anslutning till sin server och det torde tillfredställa en väldigt stor andel av potentiella användare.

Marknaden för Co-location/datacenter ökar. Vi har inga exakta siffror för den övergripande marknaden, men såväl Bahnhof som Phonera rapporterar i sina bokslutsrapporter om en stark tillväxt. Lägre kostnader och högre servicegrad är ännu bättre argument i en lågkonjunktur och Smallcap.se förväntar sig att tillväxten fortsätter även i år.

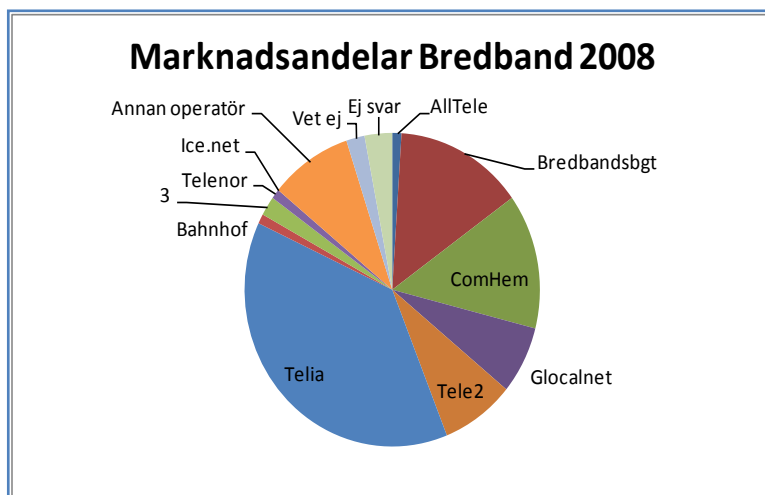
### Operatörsnät

Inom operatörsnät säger sig Bahnhof vilja konkurrera direkt med IP-Only som tidigare sett sig som utmanaren till de tre stora operatörerna TeliaSonera, TDC och Telenor. Bahnhof blir alltså utmanare till utmanaren. Med betydligt lägre kapitalkostnader har Bahnhof möjlighet att ligga under konkurrenterna i pris. Det kommer att bli intressant att se hur Bahnhof lyckas etablera sig på denna marknad, helt klart är att de genom att äga sitt egna nät aspirerar på att spela i en högre division. Stamnätet tillsammans med Bahnhofs närvaro som stadsnätoperatör på ett hundratal svenska orter gör att de kan erbjuda ett brett utbud av tjänster till företag och kan de visa att de håller en hög klass på sin service finns det mycket att hämta inom detta segment.

### Bredbandsmarknaden

Bredbandsmarknaden har vuxit i raketfart de senaste åren. En tydlig tendens är att ADSL-uppkoppling via telenät tappas marknadsandelar samtidigt som fiberbaserade nätverk ökar. Fibernäten är snabbare och stabilare vilket är en förutsättning för tjänster som video-on-demand och högupplöst TV. Fiberanslutningar är också billigare för slutkunden.

*Med betydligt lägre kapitalkostnader har Bahnhof möjlighet att ligga under konkurrenterna i pris.*



Källa: PTS

Enligt en undersökning som Post- och telestyrelsen (PTS) gjorde förra året hade 34,8 % av den svenska befolkningen (räknat som individer mellan 16-75 år) tillgång till fiber-LAN, men att det bara var 12 % som i själva verket var uppkopplade genom fiber. I samma undersökning uppges 97,9 % av befolkningen ha tillgång till xDSL och enligt PTS var 47 % av de tillfrågade individerna i en undersökning uppkopplade via xDSL, 9 % var uppkopplade via Kabel-tv-nätet, 7 % uppgav att de huvudsakligen surfade på trådlös 3G-anslutning.

Fiber-Lan tar marknadsandelar från de två andra fasta teknologierna på grund av pris, prestanda och kvalitet och vi har svårt att se varför någon skulle vilja sitta kvar i ett gammalt dyrt DSL eller kabelabonnemang den dagen det finns möjlighet att få ett billigare och bättre alternativ genom fiber. De öppna stadsnäten hjälper i allra högsta grad till att driva utvecklingen mot fiber och i takt med att fler blir uppkopplade kommer sannolikt fler tjänster att dyka upp.

### Telefoni

Det har skett en stark teknisk utveckling inom IP-telefoni/bredbandstelefoni de senaste åren. Stabilitet och kvalitet har höjts avsevärt jämfört med de första stapplande stegen. Trots detta är det enligt PTS endast 39 % av de som använder sig av IP-telefoni som säger sig inte ha haft några problem alls, med dåligt ljud och utebliven kopplingstid som vanligaste klagomålen. I vilken mån detta har med typen av uppkoppling att göra har PTS inte undersökt, men det är rimligt att anta att ju snabbare uppkoppling man har ju bättre fungerar IP-telefonin. Tilläggas bör att endast ca 20 % av de tillfrågade hade sin IP-telefoni via fiber-LAN. 2007 hade 20 % av de i undersökningen tillfrågade bredbandstelefoni och 2008 av andelen uppe i 25 % . Trots sina fel och brister växer alltså bredbandstelefoni snabbt och med tanke på att 96 % av befolkningen även har tillgång till mobiltelefon känns det nog inte lika illa om det blir problem med den fasta telefonin som för 20 år sedan. Fast telefoni är inte längre en lika kritisk tjänst som den en gång var.

### Bahnhofs nät

Bahnhof har idag ett eget nätverk som gör att bolaget kan konkurrera med de allra största aktörerna. Under de senaste två åren har bolaget investerat

ca 40 MSEK i infrastruktur i huvudsak ovan nämnda datacenter Pionen och IP-nätet som sträcker sig mellan Köpenhamn-Stockholm- Göteborg- Oslo-Tromsö och angör ca 100 svenska städer däremellan. Utvecklingen när det gäller att kunna skicka mer trafik genom fiber har de senaste åren gjort att fiber är långt ifrån någon bristvara i Sverige, tvärtom finns det en hel del överkapacitet i fiber som inte ens används.

### Lågkonjunktur & förvärv

På Smallcap.se tror vi att den pågående lågkonjunkturen blir en för historieböckerna. Idéer om att ekonomin vänder upp i år ger vi inte mycket för. Det finns helt enkelt för mycket excess som ska arbetas bort och deflationen verkar bita sig fast med bl a lönesänkningar som följd. Vi ska dock inte fördjupa oss i makrospekulationer. Noterbart är att Bahnhof's VD Jon Karlung i samband med noteringen lyfte fram möjligheten till strategiska förvärv i händelse av lågkonjunktur. Där är vi nu snart 1,5 år senare. Karlung verkade redan då ha en idé om vart ekonomin var på väg och det har präglat organisationen det senaste året, på samma sätt som Bahnhof var betydligt försiktigare än konkurrenterna under IT-kraschen. De som är förberedda är de som bäst kan utnyttja läget.

*Bahnhof har fortsatt trycka på att en lågkonjunktur är positivt för bolagets möjligheter till strategiska förvärv*

Bahnhof har fortsatt trycka på att en lågkonjunktur är positivt för bolagets möjligheter till strategiska förvärv. Det får oss att tro på någon form av affär i år. Ett aber som Bahnhofledningen ställs inför är användandet av den egna aktien som betalningsmedel. Syftet med att notera bolaget är att skapa ett bra betalningsmedel vid förvärv, men det betalningsmedlet är i vårt tycke nedtryckt nu. En av slutsatserna i denna analys är att Bahnhof-aktien är för billig. Frågan är hur klokt det är att använda en för lågt prissatt aktie som betalningsmedel? Om förvärvsobjektet också är ett noterat bolag och detta också kan uppfattas som för billigt så att bolagens relativa värdering är i linje är det inget problem. Om potentiella förvärvsobjekt däremot inte är noterade kan problem uppstå. Onoterade bolag som går bra kommer säkert att ha en uppfattning om sitt värde som inte stämmer med den bild som börsen hade målat, alternativt ser ägarna ingen anledning att sälja när ekonomin ser som värst ut.

Uppsidan med lågkonjunkturen, för en förvärvare, är att det sannolikt finns flera bolag som nu brottas med en tuffare ekonomi och kanske är mer eller mindre tvungna att sälja eller hitta en annan långsiktig finansieringslösning. Bankerna är generellt svåra att ha och göra med i dagsläget och även bra företagskunder får betala ett högt pris för pengar. Att förvärva ett bolag med problem innebär också utmaningar och generellt gäller det att inte ta en för stor tugga. Mindre bolag torde lättare kunna integreras i Bahnhof såväl tekniskt som kulturellt. Hur Bahnhof kommer att agera är svårt att säga. Även om Bahnhof står starkt så är bolagets balansräkning inte den bästa. Soliditeten är låga 9,1 procent och inbjuder inte till någon större utökning av långfristiga skulder. Bahnhof har dock för avsikt att amortera ner sin skuld i rask takt och planerar att under 2009 göra amorteringar som för upp soliditeten till 13,5 %.

Man ska inte heller överskatta förvärv som en väg till tillväxt. Bahnhof tror sig i rådande lågkonjunktur kunna växa med 30 % organiskt och det är få

förunnat. Att organiskt förvärva kunderna innebär att kunden tar ett aktivt beslut att använda sig av bolagets tjänster och blir därigenom sannolikt mer värd än en förvärvad kund som förvärvats in i en ny konstellation. Vidare är det sannolikt att en köpt kundstock måste migreras från en annan teknisk plattform vilket höjer priset för kundstocken utöver själva förvärvspenningen.

Med detta sagt är det dock förståeligt om Bahnhof känner sig lite stressade av att konkurrenterna växer sig allt större, trots allt är det genom volym som marginalerna enklast kan höjas. Med stora investeringar gjorda under förra året är kostnaden för att stoppa in ytterligare kunder mindre för varje ny kund som tillkommer.

Sammantaget räknar vi med att möjligheten till förvärv framöver kommer att vara god. Att strukturella förändringar kommer att ske i marknaden är givet med många mindre aktörer. Det kan ske på två nivåer, såväl kunder som infrastruktur. Möjligtvis kan antalet förvärv dras ned i takt med att bankernas krav höjs och att det blir svårare att plocka in pengar från kapitalmarknaden

*Att säga upp sitt internetabonnemang står förmodligen inte främst varken i privatpersoners eller i företags besparingsplaner.*

För Bahnhofs dagliga affärer torde inte lågkonjunkturen vara ett problem. Att säga upp sitt internetabonnemang står förmodligen inte främst i varken privatpersoner eller företags kostnadsbesparingsplaner.

#### **Noterade konkurrenter**

De aktörer som Bahnhof pekar ut som sina främsta konkurrenter är IP-Only, Bredband2 och Telia. Bland de noterade konkurrenterna märks AllTele, Bredband2 och Phonera.

#### **AllTele**

First North-noterade AllTele har vuxit snabbt som aktör på den svenska tele- och bredbandsmarknaden. Fokus ligger på bredband och telefoni till privat- och företagskunder med en rikstäckande lösning. AllTele erbjuder både IP-baserad telefoni och traditionell kopparbaserad telefoni. Bredband erbjuds både i stadsnät och via ADSL. Bolagets målsättning är att ha mer än 200 000 bredbands- och telefonikunder år 2012. AllTele omsatte 2008 169,3 MSEK med ett resultat efter finansnetto på 1,7 MSEK. Av 169 miljoner i omsättning kommer 106 MSEK från telefoni och 62 MSEK från internet. AllTele har fallit ca 50 procent sedan toppkurser runt 14,50 SEK vården 2008. Börsvärdet är ca 70 MSEK.

AllTele har valt en strategi som Bahnhof hittills avvisat, nämligen förvärv av kunder. AllTele förvärvade under 2008 två väsentliga kundstockar från Vattenfall och Phonera. Kundstockarna var i slutledet värda ca 150 MSEK i nettoomsättning.

#### **Bredband2**

Bredband2 (fd Skycom) är också noterat på First North. Under 2008 omsatte bolaget 123,3 MSEK. Resultat efter skatt uppgick till -2,2 MSEK. Bolaget har ca 80 000 bredbandskunder idag och fokuserar på öppna stadsnät. I stort uppfattar vi att Bredband2 och Bahnhof står för samma erbjudande till kunderna. En viktig skillnad är att Bahnhof har låtit tillväxten ta tid, medan

Bredband2 vuxit från 10 000 till 80 000 kunder på bara två år. Förvärvet av Adamo är en viktig anledning till den snabba tillväxten. Bredband2:s finanser är okej, men inte de bästa. Kassan uppgick per den 31 december 2008 till ca 1,9 MSEK. Soliditeten var 29 procent. Bredband2:s börsvärde är ca 100 MSEK. Även i Bredband2s fall kan en stor goodwillpost vara värt att notera, ca 1100 SEK per kund.

### Phonera

Phoneras primära marknad är små och medelstora företag. Erbjudandet avser telefoni- och datatjänster, bl a IP-telefoni, internet, IT-säkerhet och hosting. Bolaget omsatte ca 360 MSEK under 2008 med ett resultat efter skatt på 27,1 MSEK. Bolaget har vuxit snabbt de senaste åren med förvärv av Rix Telecom och Netcamp hösten 2007. Phoneras konsumentkundstock avyttrades under 2008 till AllTele. Fokus ligger helt på företagskunder. Phonera har starka finanser och bolaget värderas till ca 160 MSEK. Tillväxten för Phoneras kvarvarande verksamhet var sista kvartalet 2008 ca 10 %. Ytterligare intressant med Phonera med bäring på Bahnhof är att de pekar ut co-location/hosting som sitt starkaste tillväxtområde.

### IP-Only

IP Only är inte noterat i dagsläget, men står säkert i kö för notering om börsklimatet blir mer gynnsamt. Våren 2008 tog IP-Only in 120 MSEK i en nyemission riktad mot institutioner. Pengarna ska användas för att ta ett grepp i den omvandling och konsolidering av branschen som sker och för nätutbyggnad. Siffrorna för 2008 har ännu inte presenterats men 2007 omsatte bolaget 227 MSEK och visade en vinst efter finansiella poster på 36,5 MSEK.

### Värdet på en kund

Förra året köpte AllTele två stora kundstockar från Vattenfall respektive Phonera. Priset per kund i Phonerafallet var ca 1000 SEK och från Vattenfall runt 600 SEK. Detta har också hamnat i bokföringen i form av en gigantisk goodwillpost som nästan är dubbelt så stor som det egna kapitalet. Ibland kan man säga att varumärket är en del av goodwill men i telebranschen brukar det gå snabbt att ta in kunderna i sitt eget varumärke. Alltså återstår den förvärvade kunden som enda post i goodwill. När kunden försvinner ska denne också rimligen bortföras från balansräkningen. Smallcap.se tror inte att detta sker fullt ut och samtidigt som alla betalande kunder naturligtvis har ett värde så är ju inte en köpt kund mer värd än en kund som kommit självmant till bolaget, vi vill tvärtom argumentera för motsatsen. De stora goodwillposterna ger en haltande jämförelse mellan de olika telebolagen vi valt att jämföra med. Faktum är att i två av fallen är goodwillposten i det närmaste dubbelt så stor som det egna kapitalet.

Resonemanget är till Bahnhofs fördel och en strategi med fortsatt organisk tillväxt i fokus med endast mindre förvärv verkar vara den bästa vägen att gå.

### Prognoser

Om 4-5 år ska Bahnhof enligt planen omsätta 500 MSEK med en vinstmarginal i intervallet 10-15 procent. Bahnhof är en sällsynt fågel på småbolagslistorna i avseende att bolaget faktiskt både hållit och överträffat

alla prognoser som utlovats sedan noteringen i december 2007. Bahnhof "lovade" vid noteringen i december 2007 att omsätta 104 MSEK under 2008 med ett resultat på 5,2 MSEK. För 2009 var målet en omsättning på 135 MSEK med ett resultat på 7 MSEK. Det faktiska utfallet 2008 blev 127,5 MSEK med ett resultat efter skatt på 3,6 MSEK. Då valde bolaget att belasta resultatet med 1,9 MSEK i avsättning till periodiseringsfond och lika mycket i överavskrivningar.

*Prognosen för 2009 lyder nu på en omsättning på 163 MSEK och en vinstmarginal om lägst 7 procent.*

Prognosen för 2009 lyder nu på en omsättning på 163 MSEK och en vinstmarginal om lägst 7 procent. Bolaget understryker att prognosen är försiktig. Smallcap.se noterar att Bahnhof räknar med att kostnaderna ökar i princip lika mycket som intäkterna 26,9 % resp. 27,7 % och misstänker att detta är ytterligare ett mått av försiktighet då nya kunder kommer in i en befintlig struktur och därmed borde kunna bidra med en högre marginal. Med tanke på rådande läge tycker vi att försiktighet är på sin plats och vi väljer att använda oss av dessa siffror.

Vinst per aktie blir innevarande år med dessa prognoser 0,90 SEK. På kurs 8 SEK handlas aktien till p/e 9 vilket är lågt med tanke på bolagets organiska tillväxt som i år beräknas bli strax under 30 procent och den lågriskstrategi som ledningen uttalat. Den dubbla aktiekursen hade inte avskräckt. Med ett börsvärde på 80 MSEK värderas varje omsättningskrona i Bahnhof till 0,43 SEK baserat på prognosen för innevarande år. Det är inte högt för ett lönsamt snabbväxande bolag. Består p/s-relationen ska bolaget värderas till 215 MSEK om 4-5 år vid måluppfyllelse. Eftersom lönsamheten kommer att förbättras är det dock en underskattning. Rimligare är en värdering i nivå med omsättningen. Går det som det ska kommer resan för aktieägarna att bli rolig. De tidigare nämnda AllTele, Phonera och Bredband2 värderas vid en snabb överblick inte heller speciellt högt, men det är viktigt att ta hänsyn till de olika strategierna för tillväxt som bolagen valt. Vi tycker att den sammantagna bilden är till Bahnhof's fördel.

Målet att nå 500 MSEK i omsättning inom 4-5 år med en vinstmarginal överstigande 10 procent kräver mer än 30 % organisk tillväxt per år. Målsättningen skvallrar om att Bahnhof tittar på förvärv, i mindre skala. Lönsamhetsförbättringen som Bahnhof räknar med på sikt är logisk om omsättningsmålen nås beroende på skalbarheten i verksamheten. Bahnhof gjorde under 2008 stora investeringar i infrastruktur som idag kostar pengar oavsett om den används fullt ut eller inte. Med tanke på detta är varje ytterligare kund som bolaget stoppar in i Pionen en högmarginalkund.

### **Risker**

Klart är att affärsrisken i Bahnhof är lägre än i de flesta småbolag. Bolaget levererar affärskritiska system till företag och kommunikation får väl i dagsläget anses som i allra högsta grad affärskritiskt även för hushåll. Ingen kund överstiger 2 % av deras fakturering vilket minskar risken för kända kundförluster. De håller jämförelsevis låga kostnader och är bland de prisledande aktörerna i Sverige. Att någon konkurrent skulle kunna komma och kraftigt bjuda under Bahnhof's priser är inte sannolikt i det korta perspektivet.

Förutom gängse risker generellt och specifikt relaterat till den lågkonjunktur vi befinner oss i finns det ett par som speciellt bör uppmärksammas i Bahnhof.

Balansräkningen är inte stark. Bolaget har planer på att amortera lån och verksamheten är stabil så den främsta risken i balansräkningen är relaterad till förvärvsmöjligheter. Det hade varit mer tilltalande för Bahnhof att göra lånefinansierade, eller kassafinansierade, förvärv i en lågkonjunktur, än att betala med nytryckta aktier som innebär utspädning vid en för låg värdering av aktien. Det blir en relativ bedömning av vikt som ledningen måste göra. Det som borgar för en bra bedömning är att ledningen i bolaget också är de största aktieägarna.

Likviditeten i aktien är usel. Generellt är illikvida aktier än mer illikvida i dåliga börstider. Aktieägare får vara beredda på det.

Branschen växer starkt vilket leder till konsolidering, men även nya utmanare och därmed till prispress. Prispressen kan motverkas med teknikförbättringar och skalfördelar. Dessa hänger till viss del ihop och vi kommer åter tillbaka till att mindre förvärv blir önskvärt att se.

Det finns en politisk risk i att de integritetskränkande lagar som just nu sköljer över oss innebär en fördyrad hantering av kunderna för Bahnhof. Dock ska sägas att detta även kommer att drabba konkurrenter och kommer med största sannolikhet att drabba kunden

#### **Sammantaget**

Bahnhof är en trovärdig internetpionjär vars profil innebär att varumärket är starkt och växer sig starkare. Bolagets nuvarande och historiska strategi med fokus på lönsam tillväxt och utrymme för förvärv är en styrka i nuvarande lågkonjunktur. Smallcap.se räknar inte med något större förvärv, men däremot ett eller ett par mindre förvärv de kommande åren. Bahnhof-aktien är lågt värderad och det finns utrymme för en kursdubbling. Relationen potential/risk ser mycket bra ut och Smallcap.se finner att aktien är köpvärd.

#### **Värdering**

Bahnhof lyckades under 2008, ett år som många betecknat som svårt, att med vinst växa organiskt med 50 %. När VD Jon Karlung vid första rapporttillfället efter noteringen 2007 meddelade att hans målsättning var att bolaget skulle växa med 30 % med bibehållen vinstmarginal var det nog en del som avfärdade uttalandet som en förhoppning. Ett år senare kommer facit och visar en tillväxt på 50 % och en rörelsevinst på ca 9 MSEK. Dessutom vågar sig bolaget på att göra en prognos även för 2009 med tillväxt om 30 %, och de kallar prognosen försiktig i det att de har ganska bra visibilitet på framtida affärer. Blickar vi ytterligare ett år framåt till 2010 tycker vi att Bahnhof borde kunna prestera 1,10 SEK i vinst per aktie och då hamnar p/e-talet på 7. Givet tillväxten är det riktigt billigt och Smallcap.se skulle bli mäkta förundrade om inte kursen successivt justeras upp under innevarande år.

*Smallcap.se räknar inte med något större förvärv, men däremot ett eller ett par mindre förvärv de kommande åren*

Tror vi att marknaden omedelbart kommer att handla upp aktien? Ett par saker står i vägen för en omedelbar uppvärdering:

- Free float är på tok för låg. Det blir ingen handel och det är i princip omöjligt att köpa på sig en rejäl post aktier och osäkerheten i huruvida det går att bli av med aktierna gör aktien ointressant för många aktörer och aktien beläggs med en rabatt för bristande likviditet.
- Naturligtvis måste Bahnhof liksom andra bolag kämpa emot en allmän stigande riskaversion som stiger ju mindre bolagen är.
- Brist på institutionella ägare. Det är svårt att komma ifrån det faktum att en fond eller någon annan typ av institutionell ägare ger en kvalitetsstämpel.
- Aktien är okänd. 400+ bolag med ett marketcap under 1000 MSEK slåss om investornas uppmärksamhet och det är inte lätt att komma igenom bruset

Huvudägarna har sagt att de ska försöka rätta till situationen med bristande likviditet genom att sälja av aktier till institutioner. Vi tror dock att det även måste komma ut rejält med aktier till folk som är intresserade av att handla med aktier. En institution som går in och köper 1 miljon aktier kan inte räkna med att komma ut ur det innehavet och skulle inte bidra till ökad likviditet i någon större utsträckning. Kanske borde en mindre nyemission göras för att stärka på stridskassan samtidigt som huvudägarna säljer ut aktier?

### Konkurrenter

I en jämförelse med konkurrenterna är det omöjligt att inte hamna i olika former av rabattresonemang. Rabatten kommer av olika risker som de olika aktierna är behäftade med och riskaversionen tycks skifta från dag till dag. Riskbedömning är heller inte objektiv eller absolut. Mycket har hänt i samtliga av bolagen vi tittat på. Det är förvärv och försäljningar som gör att mycket i bolagen är förändrat från förra året.

Smallcap.se tror att marknaden generellt överskattar den affärsmässiga risken i de mindre operatörerna. De levererar affärskritiska och hushållskritiska tjänster på ett effektivt och billigt sätt, men vi har en känsla av att de fortfarande förknippas med IT-bubblan, en del kanske med rätta, men vi tycker inte att Bahnhof hör dit. De har istället för att köpa på sig kunder och betalat med aktier gnetat sig sakta fram till en framskjuten position utan att ha gjort en enda nyemission. Priset blir per automatik en synbart svag balansräkning, men i en jämförande studie skulle man kunna åsätta Bahnhofs kunder samma goodwillvärde som de andra bolagen dvs runt 1000 SEK per kund. I det hypotetiska fallet skulle Bahnhof ha en soliditet på ca 70 % och även om det bara är ett exempel tycker vi att det belyser kärnan i jämförelsen. Den "fiktiva" soliditeten slår konkurrensen med hästlängder.

Affärsmässigt har vi tidigare i analysen hävdade att organiska kunder är av större värde än förvärvade, något som tex AllTele fått känna på med en

*Smallcap.se tror att marknaden generellt överskattar den affärsmässiga risken i de mindre operatörerna.*

betydligt större churn på de kundstockar som de förvärvade förra året. Bahnhofs kundstock är i allt väsentligt organisk men är ändå behäftad med en churn på ca 20 % där 70 % av churnen beror på flytt. Det är inte långsökt att tro att de andra bolagen har minst samma churn och det skulle i praktiken tvinga bolagen att skriva ned sin goodwill på 5 år. Det är dock inget vi tror kommer att hända.

### **Kundstruktur**

Bahnhof har en större andel företagskunder än Alltele och Bredband2 och det får anses vara till deras fördel samtidigt som Phonera gjort sig av med sina privatkunder och nu endast har företagskunder. De som är starka på telefoni försöker sälja bredband till sin befintliga kundstock och tvärt om. Vi tror att enklaste vägen att gå är att via bredband sälja in telefoni som Bahnhof gör.

### **Tillväxt**

Bahnhof har en imponerande organisk tillväxt som de andra bolagen inte ser ut att kunna matcha. Konkurrenterna växte starkt under förra året men med hjälp av förvärv, förvärv som fortsätter att kosta pengar och fokus när de ska integreras. Integrationsproblem spär på churnen och en del av konkurrenterna verkar av diverse internetforum att döma ha rejäla problem med sin kundservice.

### **Finanser**

Här imponeras vi inte av något av bolagen men när goodwillposten är dubbelt så stor som det egna kapitalet tycker vi att det känns luftigt. Inget av bolagen ser ut att ha något utrymme att låna till större förvärv även om kassaflödena börjar stärkas i år. Om förvärv ska göras får de förlita sig på att betala med aktier eller nyemission. Noterbart är att alla aktörer pratar om att växa genom förvärv.

### **Vinst/marginaler**

Bahnhof, Phonera och AllTele visar vinst och Bredband2 gör en mindre förlust det är inte till mycket hjälp att i nuläget jämföra siffror. Samtliga bolag ser ut att kunna prestera ett bättre 2009 med såväl vinst som positivt kassaflöde.

Smallcap.se tycker att Bahnhof ska handlas med premium jämfört med de andra bolagen på grund av sin överlägsna organiska tillväxt och starkare marginaler. Vem som helst kan köpa sig till tillväxt, men att visa på flera år av organisk vinstgivande tillväxt är imponerande. Inget av bolagen är särskilt högt värderat ur ett vinstperspektiv. Bahnhof har den högsta rörelsemarginalen.

### **Phonera**

Bolaget kommer efter att ha sålt av en del av verksamheten minska sin omsättning men öka sin vinst under 2009. Vi tror att vinsten hamnar runt 3,4 SEK per aktie.

## Bredband2

Smallcap.se tror att bolaget växer med omkring 30 % 2009 och kan, om revisorn tillåter att de fortsätter skriva av sina tillgångar på 50 år, prestera en vinst om 2 öre per aktie.

## Alltele

Smallcaps bedömning är att bolaget gör en vinst runt 1,2 SEK per aktie för 2009. Intressant att följa under året är hur integreringen av de nya kundstockarna flyter på.

Jämförelse mellan de olika bolagen låter sig inte så enkelt göras. De verkar inom samma bransch men har lite olika upplägg. Samtidig köpte och sålde alla våra jämförelseobjekt stora delar av sin affär under förra året vilket gör det svårt att ens jämföra de bolagen med sig själva.

Bolagen som har förvärvat kundstockar tar omstrukturingskostnader för detta och det kan ibland var svårt att skapa sig en bild av hur den löpande verksamheten kommer att se ut framöver. Trots detta har vi försökt att ställa upp en tabell med några jämförelser väl medvetna om att det ibland haltar något.

	Aktiekurs	Rörelsemarginal	P/S(2008)	P/E 2009E	Kursutv. 12 m år
<b>Bahnhof</b>	8	8,5%	0,63	8,9	0%
<b>Alltele</b>	8,45	4,1%	0,49	6,5	-36%
<b>Bredband2</b>	0,21	Neg	0,64	10,5	-45%
<b>Phonera</b>	19,9	7,9%	0,44	5,9	-32%

## Kassaflödesvärdering

Det är vanskligt med kassaflödesvärderingar i tillväxtbolag och Smallcap.se använder dem som en del i ett större resonemang. I fallet Bahnhof har vi med antaganden som understiger företagets och utan att räkna med några förvärv kommit fram till ett motiverat värde runt 14 SEK. I våra antaganden ligger en tillväxt om 28 % i år som minskar till 25 % nästa år och sedan avtar ner till 5 % år 2016. Vinstmarginalen börjar på 7 % i år toppar på 12 % i slutet på perioden. Residualvärdet står för nästan 50 % av det slutgiltiga värdet vilket inte är onormalt med snabbt växande företag.

Diskonteringsräntan är satt till 12 % och en höjning till 15 % skulle ge en sänkning med ungefär en fjärdedel av värdet

Naturligtvis kommer inte verkligheten se ut som vår modell men vi bedömer den som rimlig och den kan vara bra att ha som referens för den framtida utvecklingen.

## Förutsättningar för kassaflödesvärdering

År	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Tillväxt</b>	28%	25%	20%	15%	10%	10%	7%	5%
<b>Intäkter</b>	163	204	245	281	309	340	364	382
<b>Kostnader</b>	150,6	186,4	222,5	253,1	275,3	299,4	320,4	336
<b>Vinst f. Skatt</b>	12,4	17,3	22,0	28,1	34,0	40,8	43,7	45,9
<b>Kassaflöde</b>	4,4	5,3	6,2	14,4	17,9	22,0	23,6	25,0

### Vägen till 500 MSEK i omsättning

För exemplets skull tar vi ledningen på orden och accepterar en omsättning på 500 MSEK om fyra år med en vinstmarginal om 12,5 %. Det skulle ge 62,5 miljoner i vinst före skatt och en utdelning enligt dagens policy på 22,5 MSEK ger en direktavkastning på 28 % på dagens kurs. Ett marketcap på tio gånger vinst efter skatt känns inte främmande ens i dagsläget och det skulle innebära 450 MSEK eller ca 5,6 gånger dagens värdering.

Nu har dock bolaget sagt att 500 miljoner är en målsättning som kräver en del förvärv som med stor säkerhet skulle förändra förutsättningarna, men det kan vara värt att hålla ett framtida öga på hur utvecklingen mot de 500 miljonerna går.

Vad krävs av bolaget för att nå en omsättning på 500 miljoner 2012? Vi räknar grovt:

Med samma tillväxt alla år krävs en försäljningsökning om ca 42 % per år. Med ungefär samma fördelning mellan privat och företagsförsäljning skulle det krävas runt 200 000 privatkunder och företagssidan skulle behöva omsätta ca 250 mkr. Inga siffror som skrämmer nämnvärt, men smallcap.se bedömer att det blir väl svårt utan förvärv. Om bolaget istället får växa organiskt med 30 % per år skulle 500 MSEK uppnås 2013-2014.

### Sammanfattning

Det är i allra högsta grad dags att skörda från de investeringar som gjorts de senaste åren för Bahnhof och Smallcap.se tycker att aktien är köpvärd. Aktien är billig och för den långsiktige investeraren kommer tålamod att löna sig. De rabatter som aktien idag är behäftade med kommer dock ta ett litet tag att bli av med.

+

- Stark organisk tillväxt
- Mer homogen teknisk plattform ger lägre kostnader och färre tekniska problem
- Låga kostnader ger möjlighet att vara prisledande
- Eget stamnät ger lägre kostnader och kontrollerbar kvalitet och prestanda
- Rider på många trender. Öppna stadsnät, fiberlan, co-location, IP-telefoni borgar för fortsatt stark tillväxt under de närmsta åren.

-

- Svaga finanser ger begränsat finansiellt svängrum.
- Låg free float: Huvudägarna ska ta sig an problemet
- Varumärkeskännedom: Kanske skulle bolaget vinna på att lägga lite mer krut på marknadsföring. För att vara Sveriges mest anrika ISP är de väl anonyma
- Brist på triggers. Bolaget ökar successivt sin omsättning utan några större hopp och som aktieägare är det svårt att sätta fingret på en framtida händelse som kan få aktien att börja röra på sig uppåt

**Ansvarsbegränsning**

Detta analysmaterial är en del av tjänsten Sponsorbevakning. Tjänsten innebär att Smallcap.se för bevakningen erhåller ekonomisk ersättning från det analyserade bolaget. Allt analysmaterial som publiceras på Smallcap.se är oberoende, vilket innebär att bedömningar och slutsatser inte påverkas av att Smallcap.se erhåller ekonomisk ersättning från det analyserade bolaget.

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Smallcap.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Smallcap.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Smallcap.se/Smallcap.se AB

**Disclaimer**

Smallcap.se är en oberoende aktör som ägs av Smallcap.se AB. Fokus ligger på analys av small- och microcapbolag.

**Intressekonflikter**

Smallcap.se strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Smallcap.se:s ställning som oberoende. Smallcap.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Smallcap.se:

- annonsering via banners och utskick
- sponsorbevakning, sponsorbevakningen är en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Smallcap.se

Smallcap.se:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Smallcap.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys. Eget innehav uppdateras löpande och finns tillgängligt på Smallcap.se

**Smallcap.se lämnar inte investeringsråd**

Analys och annat material på Smallcap.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Smallcap.se tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov. Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Smallcap.se analyserar. Kunden bör därför endast beakta Smallcap.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

**Källor**

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Smallcap.se försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Smallcap.se att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Smallcap.se prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias. Smallcap.se friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Smallcap.se.

Material publicerat på/av Smallcap.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.