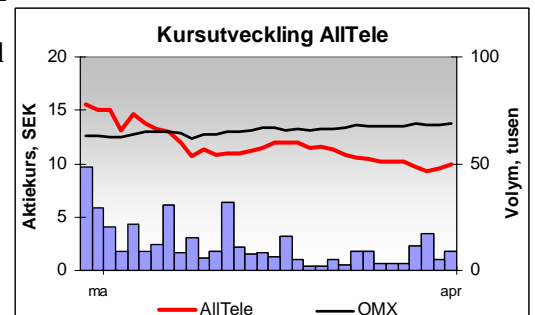


Bolagsanalys
AllTele
Snabbväxande IP-telefonioperatör

- AllTele säljer IP-baserad fast telefoni till stadsnätanslutna hushåll och företag. Bolaget börsnoterades i mars månad på First North-listan.
- Alltele är ett ungt bolag med hög tillväxt från låga nivåer. I slutet av 2006 hade AllTele knappt 10.000 kunder (inkl orderstocken) och tillväxttakten var över 100 procent. Bolaget har bra förutsättningar för fortsatt tillväxt men en stigande anskaffningskostnad per kund är en av flera riskfaktorer.
- AllTele-aktien har fallit kraftigt sedan noteringen (introduktionspriset var 19 kr/aktie) trots flera positiva nyheter. Vår DCF-värdering indikerar ett intervall om 14-19 kronor per aktie, det vill säga en rejäl uppsida för den riskvillige.

Lista: First North
 Börsvärde: 53 MSEK
 Bransch: Telekomoperatörer
 VD: Ola Norberg
 Styrelseordf: Thomas Nygren


Redeye Rating

Bolaget		Aktien / Finans	
Historik	●●●●●	Finansiell situation	●●●●●
Företagsledning	●●●●●	Fundamental värderingspotential	●●●●●
Marknad	●●●●●	Relativ värderingspotential	●●●●●
Positionering	●●●●●	Aktieägarvänlighet	●●●●●
Lösamhetspotential	●●●●●		

Nyckeltal
Fakta

	2005	2006	2007e	2008e	2009e		
Omsättning, MSEK	8,7	16,7	31,9	60,0	88,2	Aktiekurs, SEK	10,0
Tillväxt	52%	92%	90%	88%	47%	Antal aktier m	5,3
EBIT	-4,5	-9,4	-7,9	-1,8	2,8	Börsvärde, MSEK	53
Res. F. Skatt	-4,8	-9,6	-7,9	-1,8	2,8	Nettoskuld	-17
Nettoreultat	-4,8	-9,6	-7,9	-1,8	2,0	Free float %	70%
Nettomarginal	-55,0%	-57,4%	-24,9%	-3,1%	2,3%	Oms/dag/1000	10
EPS	-1,50	-2,32	-1,51	-0,35	0,39	Analytiker:	
P/E	neg	neg	neg	neg	25,9	Greger Johansson	
EV/EBITDA	neg	neg	neg	37,7	5,8	greger.johansson@redeye.se	
P/S	6,1	3,1	1,7	0,9	0,6	Tel: 08-545 01 333	
EV/S	5,6	2,6	1,1	0,6	0,4		

* **Disclaimer** Analysgaranti och Uppdragsanalys är analyskoncept som är framtagna av Redeye AB. Tjänsterna genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med en nyemission eller en notering. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är ej beroende av innehållet i analysen. Analysen ger en oberoende bedömning av bolaget och dess förutsättningar. Informationen i analysen är baserad på källor som Redeye bedömer som tillförlitliga. Redeye kan dock ej garantera riktigheten i informationen. Redeye fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det må vara som grundar sig på användandet av analysen. Texten får inte kopieras för annat än personlig användning.

Definitioner Bolaget

Historik Speglar bolagets historiska utveckling vad gäller tillväxt, lönsamhetsutveckling, nyemissionshistorik samt förmågan att hävda sig bättre än konkurrenterna på marknaden.

Företagsledning En bedömning av bolagsledningens kompetens, track-record och förmågan att driva bolaget mot goda resultat i framtiden

Marknad En bedömning av tillväxt- och lönsamhetspotentialen på den aktuella marknaden/marknadssegmentet. Dessutom analyseras faktorer som påverkar marknaden såsom hot utifrån och tänkbara strukturförändringar.

Positionering Avser bolagets position på den aktuella marknaden mätt i marknadsandelar och konkurrenssituationen. Avgörande är faktorer som bolagets konkurrenskraft och varumärke. Eventuella partnerskap och utlandsetableringar kan också stärka bolagets positionering.

Lönsamhetspotential Med stöd från övriga kategorier avseende bolagets verksamhet görs en bedömning av bolagets framtida lönsamhetstillväxt och en uppskattning av bolagets långsiktiga marginaler.

Definitioner Aktien / Finans

Finansiell situation En sammanvägning av bolagets finansiella status med avseende på skuldsättning, egna kapitalet, kassa, beroendet av enskilda kunder/kundkategorier samt ägarnas finansiella styrka.

Fundamental värderingspotential Bolagets potential utvärderas via olika fundamentala nyckeltal samt genom kassaflödesvärdering av bolagets rörelse. I den fundamentala värderingen ingår även att värdera möjligheterna för aktien vid förändringar i avkastningskravet eller aktiens enskilda risknivå. Hög rating innebär låg fundamental värdering.

Relativ värderingspotential Bolagets nyckeltal jämförs med liknande bolag i Sverige och internationellt. Ingen vikt läggs vid nyckeltalens fundamentala nivå. I den relativa värderingen ingår att värdera möjligheten för att aktiens skall värderas enligt de utvalda jämförelseobjekten. Hög rating innebär låg relativ värdering.

Aktieägarvänlighet Aktien utvärderas kring parametrarna aktieutdelning, aktielikviditet, bolagets informationsgivning samt analysbevakning. I bedömningen ingår även aktieägarstrukturen och ägarnas finansiella ställning.

Disclaimer Analysgaranti och Uppdragsanalys är analyskoncept som är framtagna av Redeye AB. Tjänsterna genomförs på uppdrag av, och mot en ersättning från, det aktuella bolaget som belyses i analysen alternativt ett emissionsinstitut i samband med en nyemission eller en notering. Ersättningen är ett på förhand överenskommet belopp och är ej beroende av innehållet i analysen. Analysen ger en oberoende bedömning av bolaget och dess förutsättningar. 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 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. Texten får inte kopieras för annat än personlig användning.

Innehållsförteckning

Investeringssammanfattning.....	4
Bolagsprofil.....	5
Affärsmodell och tjänster.....	6
Infrastruktur/nät.....	8
Marknad.....	10
Kunder	
Partners	
Konkurrenter	
Tillväxtmöjligheter.....	14
Finansiella prognoser.....	16
Kundtillväxt	
Resultaträkning	
Kvartalsestimat	
Kassaflödesprognos	
Värdering.....	21
Diskonterad kassaflödesmodell	
Jämförelse med liknande bolag	
Scenariovärdering	
Risker och möjligheter med AllTele-aktien.....	26
Sammanfattning.....	27
Tabeller.....	28

Investeringssammanfattning

- AllTele introducerades på First North-listan den 1 mars till 19 kronor per aktie. I samband med noteringen genomfördes en nyemission om cirka 10 miljoner kronor för att sprida ägandet och skaffa ytterligare kapital till expansion av företaget. Efter introduktion har aktien tappat kraftigt trots positiva nyheter som nya kontrakt samt utmärkelse som "Årets Stadsnätspartner". Under december månad gjordes även en riktad nyemission om 15 miljoner kronor (teckningskurs 15 kronor) till fem institutionella placerare.
- Den totala marknaden för AllTeles tjänster, fast telefoni, är stor men något krympande. Tillväxten på AllTeles marknadssegment IP-telefoni via stadsnät är dock stark och antalet potentiella kunder är idag flera hundra tusen och växande. Vi tror att bolaget kan växa organiskt med 75-100 procent per år och med en bruttomarginal om 35-40 procent de närmaste två åren. Den genomsnittliga intäkten per kund (ARPU) ligger idag på cirka 180-200 kronor per månad.
- Företagets mål är att efter stora marknadsföringsinsatser öka antalet kunder (inklusive orderstocken) från idag 10 000 till 25 000 vid slutet av 2007. Vi prognostiserar dock en något lägre siffra (22 000). AllTele skall även utöka antalet potentiella kunder från 140 000 (dec-06) till 200 000. Tjänsterna är kvalitativ fast IP-telefoni för hushåll och IP-telefoni och växeltjänster för små- och medelstora företag.
- AllTeles konkurrensfördelar är djupa telefoni/IP-kunskaper, ett modernt hyrt kvalitetssäkrat IP-nät med egen teknisk plattform, låga personalkostnader, telefonierbudandet ger stort mervärde för fastighetsägarna samt att erbjudandet ger låga telefonikostnader för slutkunden.
- Vår DCF-värdering av AllTele indikerar ett intervall om 14 - 19 kronor per aktie. I våra antaganden ligger att kundtillväxten för 2007 och 2008 kommer att vara cirka 100 respektive 75 procent. Eftersom värdet på Alltele-aktien beror väldigt mycket på kundtillväxten, vilket inte är helt lätt att estimera, har vi gjort tre möjliga tillväxtscenarier. Dessa tre scenarier indikerar ett stort värderingsintervall om 8 – 25 kronor per aktie. Vid en relativvärdering blir värdet 11 – 15 kronor per aktie.
- Riskerna med en investering i AllTele är bland annat att bolaget har en kort historik samt att bolaget hittills inte visat vinst. Vid ändrade marknadsförutsättningar (exempelvis att det visar sig svårt/dyrt att locka till sig nya kunder eller att stora konkurrenter tar efter AllTeles koncept) kan en liten operatör få det extra svårt. Dessutom är det troligt att bolaget får göra ytterligare en nyemission under 2008.

Bolagsprofil

AllTele (Allmänna Svenska Telefonaktiebolaget) grundades år 2002 av Ola Norberg, Peter Bellgran, Tomas Nygren och Thomas Nygren. Företaget är en operatör inriktad på kvalitativ fast ip-telefoni via stadsnät för hushåll och små/medelstora företag. Företaget har i startfasen byggt upp en infrastruktur för ip-telefoni och har i januari år 2007 cirka 7000 betalande kunder plus en orderstock på cirka 3000 blivande kunder. AllTeles affärsidé är att sälja fast telefoni av hög kvalitet till ett lägre pris än befintliga operatörer med hjälp av ny teknik. AllTele blev under mars månad utsedd till "Årets Stadsnätspartner" av Svenska Stadsnätsföreningen.

AllTele erbjuder kvalitativ IP-telefoni via stadsnät till hushåll och små- och medelstora företag.

Företaget är en oberoende teleoperatör och investerar inte i egna fysiska nät utan har ett flertal samarbetspartners för att realisera sitt nät, dock äger företaget växlar, kundtrustning och plattform (t ex övervaknings- och betalsystem). AllTele fokuserar på den svenska stadsnätmarknaden med anslutningar knappt 100 stadsnät idag vilket ger ungefär 180 000 potentiella kunder. I januari 2007 har bolaget cirka 16 anställda och omkring 7000 kunder. Företaget har många avtalspartners bland annat olika stadsnätsägare, stamnätsleverantörer, fakturaservice och callcenter.

AllTele har nyligen påbörjat försäljning och uthyrning av IP-telefoni till små och medelstora företag (upp till 200 anknötningar). Företaget erbjuder ett alternativ till traditionell telefoni för inkoppling på en befintlig växel, men även en egenutvecklade växeltjänster och funktioner som är tillgängliga över nätet (så kallad Centrex). Alla tjänster är tillgängliga över nätet, det vill säga kunderna behöver inte installera någon hård- eller mjukvara hos sig och köparna abonnerar sedan på tjänsterna.

Omsättningen 2006 var 16,4 miljoner kronor och bolaget gjorde en förlust på -9,6 miljoner kronor. Omsättningen ökade med 92 procent jämfört med 2005. Under fjärde kvartalet år 2006 steg antalet kunder och orderstocken till sammanlagt omkring 10 000, detta tack vare intensifierad marknadsföring.

Bolagets VD, Ola Norberg (innehav 843 100 aktier), har tidigare haft ledande befattningar i Ericsson och DotCom (grundare). Peter Bellgran (innehav 300 400 aktier), vice VD och teknikchef, har tidigare haft ledande positioner i Ericsson, Telia och Bredbandsbolaget. Ivar Strömberg i styrelsen har erfarenhet som entreprenör från bland annat Song Networks. Styrelseordförande är advokaten Thomas Nygren.

De största aktieägarna är Ola Norberg (16 procent), Tenor SA (12 %), Öhman IT-fond (8 %), familjen Hellspong (6 %), Peter Bellgran (6 %), AB Stena Finans (6 %), Thomas Nygren (5 %), Tomas Nygren (5 %), övriga (34 %) varav andra anställda har cirka 2 %.

Affärsmodell och tjänster

*Bredbands-
abonnemang
behövs inte för
AllTeles IP-
telefoni.*

AllTeles affärsmodell bygger på att sälja fasta IP-telefonitjänster till i första hand hushåll och i andra hand till företag. Samtliga boende i anslutna hushåll har tillgång till AllTeles tjänster och kunden behöver inte abonnera på någon bredbandstjänst för att få telefoni.

Företaget har idag fyra olika abonnemangsformer för privatkunder, AllTele BAS med en månadsavgift på 75 kr + samtalsavgifter. Student 65 kr i månadsavgift + samtalsavgifter, Fast Pris 115 kr i månaden och endast öppningsavgifter, slutligen erbjuds abonnemanget Fastighetsägare för kollektiva anslutningar. Till detta erbjuder företaget nummerpresentation 15 kr/månad och telefonsvarare 9 kr/månad. Med AllTeles uppbyggnad av nätet fungerar även nödsamtal och telefonibaserade trygghetssystem som med en vanlig telefonanslutning vilket annars är ett problem och inte fungerar för IP-baserad telefoni. Plustjänsterna ingår i abonnemanget (förutom återuppringning vid upptaget). Den utrustning som slutkunden vanligen behöver lånas ut av företaget mot en anslutningsavgift av 695 kr. Kunden behöver inte binda sig till AllTeles telefoni en viss tid utan kan avsluta abonnemanget med kort varsel.

*AllTele har flera
erbjudanden till
företag bl a,
nätväxellösningar,
ISDN-alternativ och
traditionell
anslutning.*

AllTele började under fjärde kvartalet 2006 att erbjuda telefoni till små- och medelstora företag (upp till 200 anknötningar). Erbjudandet riktar sig mot företag som står inför byte, expansion eller flytt av telefonisystem, men även mot dem som vill ha en alternativ trafikleverantör mot en befintlig företagsväxel. Enkelhet är viktigt i AllTeles erbjudande till företag. Företaget erbjuder därför även en central nätbaserad telefoniväxellösning, så kallad Centrex, vilket ger ett alternativ till den traditionella telefoniväxeln med samma kvalitet och funktionalitet. Fördelen är att företaget slipper investeringar i hård- och mjukvara. Växellösningen skräddarsys efter kundens behov. I grundpaketet ingår gruppnummer, vidarekoppling vid upptaget, förfrågan, konferensamtal med mera. Tilläggstjänster är till exempel röstbrevlåda, frånvarobesked, talsvarshantering, köhantering, call pick up. Kunden abonnerar på tjänsterna. AllTele har en konkurrenskraftig prissättning. Till exempel tar Telia 120 kronor för en vanlig anknötning medan AllTele tar hälften. För ISDN (exempelvis kreditkortsterminaler) ligger AllTele på 60 kronor medan Telia tar drygt 240 kr.

I affärsmodellen ingår ersättning från AllTele till nätägarna med 10-20 procent av fast abonnemangsinträkt. AllTele ger därigenom stadsnätägarna möjlighet att öka intäkterna på redan gjorda investeringar i sina fasta nät. Totalt har cirka 16 miljarder kronor investerats i stadsnäten i Sverige till och med år 2006 enligt stadsnätetsföreningen. I avtalet med stadsnätägaren får AllTele även tillgång till respektive nätägares kunder och information om dessa. Denna ersättning till stadsnätägarna och möjlighet för dem att öka utnyttjandet av sina nät och få avkastning på sina investeringar i näten är en central del i AllTeles affärsmodell.

I huvudsak erbjuds tre anslutningsmodeller. Första modellen är slutkundsavtal där abonnemang och telefonitjänster tecknas direkt med slutkunden. Sedan finns kollektivanslutning där samtliga lägenheter i en fastighet eller nätförening ansluts. Här betalas en fast abonnemangsavgift av fastighetsägaren/nätföreningen och slutkunden betalar för trafik och tjänster. Slutligen erbjuder AllTele skräddarsydda anslutningsavtal beroende på nätägarens önskemål. I paketerbjudanden med Internet (annan leverantör) och AllTeles fullvärdiga telefoni får stadsnättsleverantören ett attraktivare erbjudande till slutkunderna samtidigt som intäkterna ökar.

Kvaliten på IP-telefonin är hög – nästan lika hög som traditionell fast telefoni.

Kvalitet

En viktig del i AllTeles erbjudande är hög kvalitet på telefonin och tjänsterna. Tack vare ett kvalitetstänkande i företaget, ett redundant nät, liksom god kvalitetskontroll på växelpunkter och stadsnättsleverantörer kan kvalitetsnivån upprätthållas. Efter test i branschtidningen www.telekomidag.com får AllTeles telefoni mycket riktigt goda betyg. Antalet kunder som lämnar operatören (churn) har hittills visat sig vara lågt, endast tre procent exklusive studenter.

Företaget försöker ständigt hitta nya affärs-möjligheter.

Framtida utveckling

Företaget utvecklar ständigt nya produkter och tjänster för att nå nya kundgrupper vilket skall leda till ökade intäkter och ökad lönsamhet. Idag är till exempel en enklare version av IP-telefoni (AllTele Light) under utvärdering för att nå ett segment av mycket kostnadsmedvetna kunder och nå en potentiell delmarknad. En annan uppenbar möjlighet är att leverera internet. Men stadsnättsoperatören eller annan leverantör erbjuder oftast internet redan, vilket gör att AllTeles möjligheter att erbjuda internet ibland är begränsade. Tekniskt finns dock möjligheten att bredda erbjudandet och en del stadsnättsleverantörer vill även att AllTele även gör det.

AllTele har ambitionen att förutom hushåll också nå små och medelstora företag. Här har företaget identifierat tillväxtpotentialer och redan börjat bearbeta företagsmarknaden under sista kvartalet 2006 via samarbetspartners (bland annat med butikskedjor som "stjärnafyrkant"). Mervärdestjänster förväntas öka i betydelse i framtiden, till exempel nätbaserade växeltjänster och talsvar. Här erbjuder AllTele väsentligt lägre kostnader för kunden än Telias lösningar och fortfarande med god kvalitet.

Nya tillväxtpotentialer är Telias beslut att inte längre ansluta nybyggda hus till telenätet och Telias utfasning av ISDN. Här är AllTele aktiva och har redan erbjudanden och avtal.

Infrastruktur/nät

AllTele har avtal med flera samarbetspartners för att bygga upp nätet, växlarna äger företaget själv.

AllTele äger inget eget fysiskt nät utan har byggt upp nätet via avtal med olika samarbetspartners. Nätleverantörerna är bland annat TDC Song och IP-Only. Dessa är i sin tur anslutna till de lokala stadsnäten vilka respektive hus är inkopplat till och där AllTele når den slutliga kunden. Företaget har investerat i egen växelutrustning, plattform (t ex övervaknings- och betalsystem) och företaget äger även kundens utrustning. De fyra centrala växlar som AllTele äger, två i norr och två i söder, så kallade LeiCA (utvecklade och tillverkade av Leissner Data) är företagets största enskilda investeringar i hårdvara. Tillsammans med övriga växlar och kundutrustningar har företaget investerat totalt 5-10 miljoner i hårdvara.

Tillgänglighet och kvalitet är nära det gamla telenätets höga nivå.

AllTeles nät och noder är till stor del dubblerat (redundant) för högre tillförlitlighet. Idag har AllTele avtal med nästan 100 stadsnät i Sverige och når på så sätt cirka 180 000 potentiella kunder, 7000 (Q4) är betalande kunder vilket ger en kundandel (penetration) på fyra-fem procent. Med AllTeles teknik kan boende i anslutna hus få högkvalitativ ip-telefoni utan att abonnera på bredband och dessutom i omkring en femtedel av fallen utan att installera en egen utrustning.

Ett lägre pris med god kvalitet kan erbjudas tack vare modern teknik och ett genomgående kvalitetstänkande i företaget. Kvaliteten är nästan i nivå med traditionell telefoni (PSTN). Kvalitetsmålet är 99,95 procent driftssäkerhet för centralt nät och växlar, ute i stadsnäten ligger tillgängligheten idag på 99,81 - 99,99 procent innan avdrag för planerat underhåll och service är gjort. Service görs mellan midnatt och klockan sex på morgonen för att störa kunderna så litet som möjligt. Målet för det gamla nätet (PSTN, TeliaSonera) är 99,9 procent tillgänglighet ut mot kund.

Nätet är förberett för 80 000 kunder.

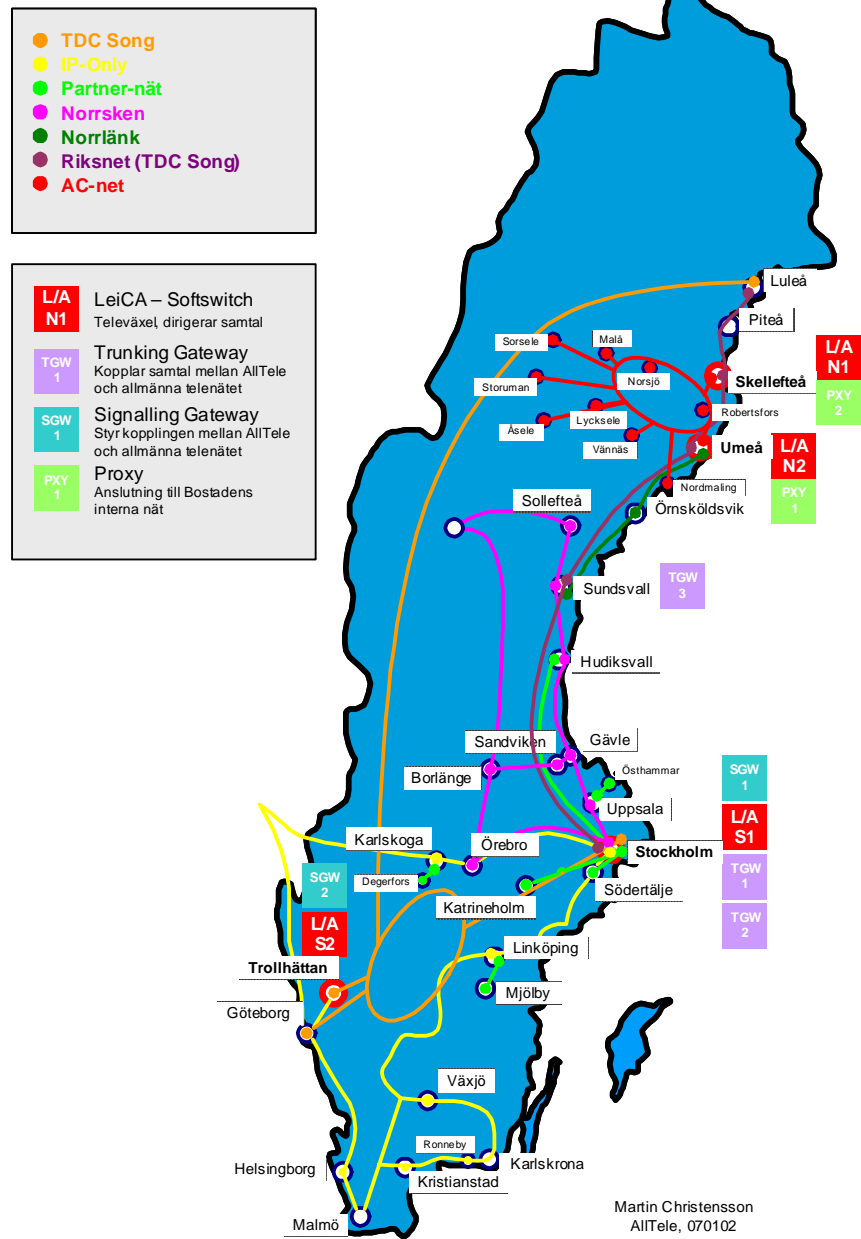
Tekniskt använder AllTeles växlar och nät MGCP-protokollet som ger högre kvalitet för telefoni än det annars vanliga SIP-protokollet. Hårdvaran i företagets växelpunkter är av hög kvalitet. Samtalen går inte över öppet internet och använder QoS (Quality of Service) vilket ger betydligt högre säkerhet och stabilitet.

Företagets växelpunkter och stamnät har idag tillräcklig kapacitet för att ta in upp till 80 000 kunder utan större hårdvaruinvesteringar (under en miljon kronor) och med bibehållen telefonikvalitet. LeiCA Softswitch har en kapacitet på 80 000 kunder, Trunking gateways (TGW) har idag en kapacitet på ca 24 000 kunder. Företagets stamnät, bland annat levererat av TDC Song och IP-Only, har en kapacitet på 100 Mbps och kapaciteten är lätt och billig att öka.

De olika stadsnäten som AllTele är anslutna till har varierande storlek och infrastruktur. Idag är knappt 100 stadsnät anslutna till AllTele av totalt 155 stadsnät (år 2005) i Sverige. Alla stadsnät klarar inte AllTeles krav på kvalitet och driftsäkerhet idag därför finns det totalt ungefär 140 stadsnät

som är intressanta för företaget att investera i, det vill säga ytterligare 40 stadsnät.

*Nätet är
redundant och
fungerar även
om en
linje/växel är ur
funktion.*



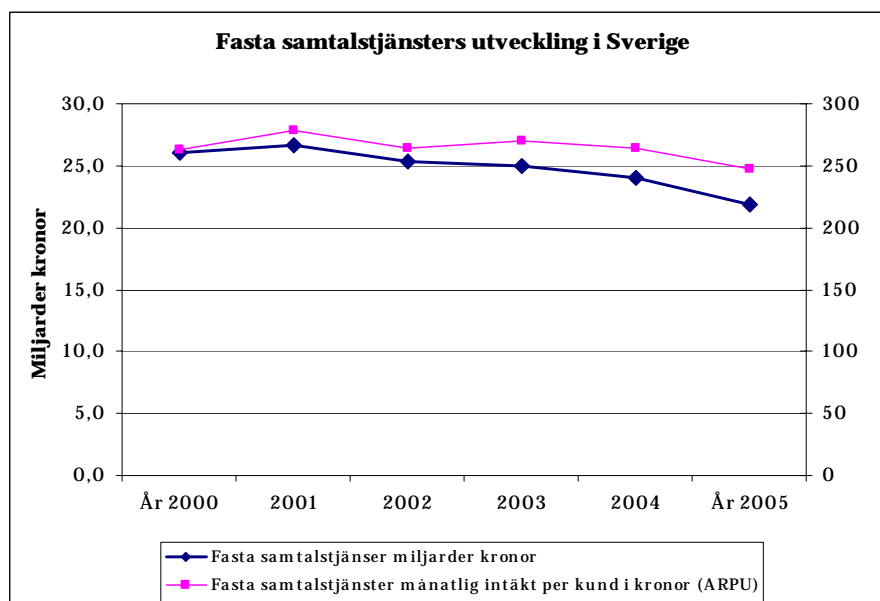
Källa: AllTele

Företaget har koncentrerat sig på stadsnät i mindre och medelstora orter. Undantaget är Göteborg där det mycket stora stadsnätet Gothnet används av AllTele.

Marknad

Den totala marknaden för fasta samtalstjänster i Sverige visas nedan. Marknadsvärdet för fasta samtalstjänster uppgick år 2005 till totalt 21,9 miljarder kronor och har minskat från år 2001. Den sista december 2005 fanns det totalt 5 624 000 fasta telefonabonnemang i Sverige. I enlighet med totalmarknaden sjunker även den genomsnittliga månadsintäkten per kund (ARPU), från 278 kronor år 2001 till 248 kronor år 2005.

Totalmarknaden för fast telefoni minskar men AllTeles segment IP-telefoni växer starkt.



Källa: Post och Telestyrelsen, "Svensk telemarknad 2005"

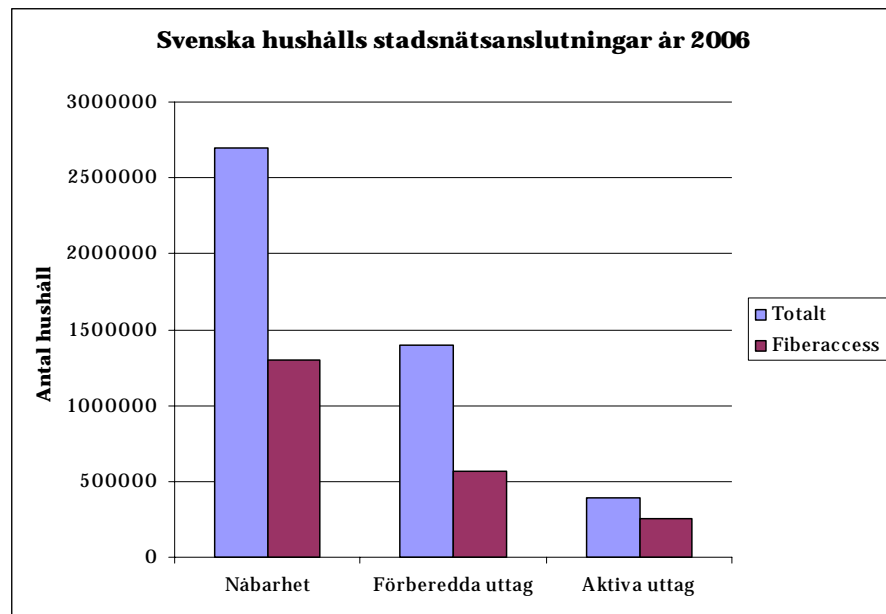
Tittar vi framåt i tiden kommer vanlig telefoni att övergå till IP-telefoni och priserna kommer att sjunka. Internetaccessen kommer att bli den viktiga accessformen. Mobiltelefoni kommer även under de närmaste åren att vara en växande marknad. I takt med att marknaden för fast telefoni minskar kommer operatörerna och deras kunder att söka efter nya typer av tjänster, mervärdestjänster. Således kommer värdet av denna typ av tjänster att växa de närmaste åren.

Marknaden kan delas upp i traditionell telefoni över kopparledning, IP-telefoni över internet och IP-telefoni över fasta IP-baserade nät. IP-baserad telefoni över fast IP-baserat nät, som är AllTeles marknadssegment, har växt kraftigt från år 2004 till år 2005. Antalet anknypningar har ökat från 80 800 till 210 000 (över 150 procent i tillväxt) varav det stora flertalet är hushållskunder.

Marknadspotential

AllTele har idag omkring 180 000 anslutna potentiella kunder och skall bygga ut nätet till 200 000 anslutna potentiella kunder år 2007. Antalet svenska stadsnät idag uppgår till ungefär 140 som håller tillräcklig kvalitet för AllTeles telefoni. Av dessa har företaget avtal med cirka 100 stadsnät.

Utbyggnad av stadsnäten pågår, cirka två miljarder kronor investeras år 2006 vilket ökar på de totala investeringarna i stadsnäten med över 10 procent. Totalt har ungefär 16 miljarder investerats i stadsnäten t o m 2006. Enligt en bedömning från stadsnätsföreningen kommer de framtida investeringarna i utbyggnad av stadsnäten att ligga runt två miljarder kronor per år. År 2005 erbjöd fem procent av stadsnäten IP-telefoni i egen regi och 38 procent hade en extern leverantör (exempelvis AllTele).



Källa: Svenska Stadsnätsföreningen marknadsrapport 2006, "Stadsnäten en drivkraft för Sveriges utveckling"

Företagets potentiella marknad är över en miljon hushåll och växande.

Enligt ovanstående uppskattning från stadsnätsföreningen finns cirka 390 000 aktiva kunder i stadsnäten i mitten av 2006, av dessa är ungefär 250 000 fiberaccesser. Omkring 1,4 miljoner har förberedda bredbandsuttag. AllTeles potentiella marknadssegment är alltså över en miljon hushåll och växande. Till detta kommer en mindre andel små- och medelstora företag.

Kunderna är mest hushåll.

Kunder

Av AllTeles 7000 kunder (Q4) är nästan alla hushåll. AllTele siktar dock på att få in små- och medelstora företag bland kunderna med ett nytt erbjudande till den kategorin. Bland kunderna finns det en relativt stor andel studenter från uppstartsfasen. Studenternas andel av orderstocken kommer att minska i takt med att nya kunder tillkommer som är vanliga hushåll och små-/medelstora företag.

Partners

AllTele samarbetar med stora nätägare, stadsnätsägare och fastighetsägare. Via samarbetsavtal med stadsnätsägare och fastighetsägare nås kunderna direkt och med hög precision av AllTeles marknadsföring. AllTele utformar marknadsföringen specifikt för varje område och stadsnät för att få högsta möjliga anslutningsgrad.

Det finns många konkurrenter från stora TeliaSonera till mycket små operatörer.

Konkurrenter

De mest uppenbara konkurrenterna till AllTele är de stora operatörerna TeliaSonera, Tele2 och Telenor. Men även aktörer som RixPort80, Comhem, TDC, Optimal Telecom och en mängd mindre operatörer konkurrerar. Konkurrenterna kan delas in i olika grupper. De som konkurrerar med vanlig telefoni (PSTN) är prisledande Telia Sonera 125 kronor/månad plus samtalsavgifter till Optimal Telecom för 95 kronor/månad plus samtalsavgifter för ett vanligt hushållsabonnemang.

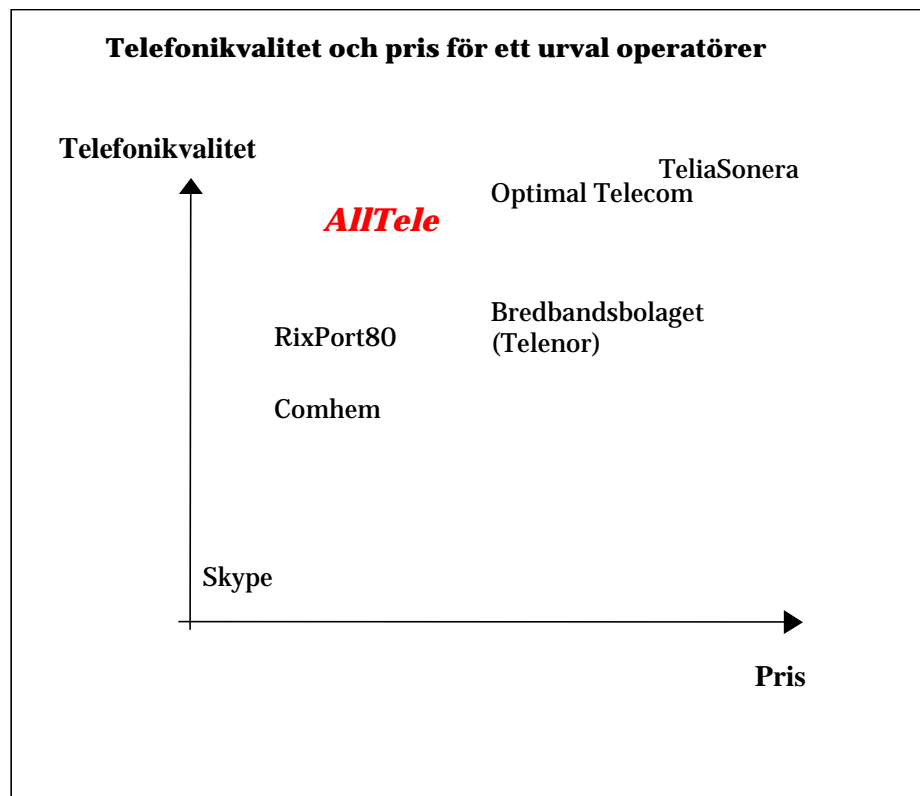
En annan grupp av konkurrenter är bolag som levererar IP-telefoni via bredband där det krävs ett bredbandsabonnemang eller ett befintligt telefoniabonnemang. Till dessa hör Bredbandsbolaget (Telenor), Phonzo, RixPort80, TDC och en mängd mycket små aktörer (mindre än 1000 kunder) på respektive stadsnät. Här kan den extra månadskostnaden vara mycket låg som hos TDC 9 kr + samtalsavgifter. Dessa tjänster har inte samma höga kvalitet som vanlig telefoni (PSTN), i vissa fall är t o m leverantörerna själva osäkra på funktionen och låter kunden testa först för att se om kunden blir nöjd. De låga abonnemangavgifterna ska ställas i relation till att det ofta krävs ett befintligt telefoniabonnemang och bredbandsabonnemang vilket ökar den totala månadskostnaden med minst 70 kronor. Små IP-telefoniaktörer upptäcker ofta att det blir kvalitetsproblem med telefonin när kundantalet växer över cirka 1000.

Comhem och Bredbandsbolaget erbjuder IP-telefoni till mycket låga priser i paketerbjudanden.

En grupp konkurrenter har IP-telefoni via bredband utan krav på internetabonnemang. Hit hör Comhem och Bredbandsbolaget (Telenor). Comhem tar endast 59 kr per månad i fast avgift + samtalsavgifter. Bredbandsbolaget (Telenor) tar 99 kr om kunden endast vill ha telefoni. Dessa aktörer erbjuder även kombinationserbjudanden av telefoni, internet och tv. Comhem och Bredbandsbolaget (Telenor) erbjuder mycket låga priser på telefoni om kunden har bredband och/eller TV från bolaget. Comhem bjuder på den fasta kostnaden för telefoni (0 kronor per månad) och Bredbandsbolaget tar endast 49 kronor per månad. AllTele och dessa två aktörer konkurrerar sällan direkt i samma nät.

Det finns alltså en mängd konkurrenter av olika storlek med många varianter av telefonierbjudanden. Ett försök till åskådliggörande av ett urval aktörers erbjudande relativt konkurrenter ges i nedanstående figur. Optimal Telecom är ett exempel på en förvalsoperatör som använder det gamla telenätet.

Störst konkurrensfördel har AllTele med den höga kvaliteten på IP-telefoni.



Källa: Redeye research

AllTele utmärker sig med sin möjlighet att ringa via kvalitativ IP-telefoni utan att behöva abonnera på bredband eller att ha en vanlig telefonlinje till priset 75 kronor per månad plus samtalsavgifter. Inom IP-telefonisegmentet har AllTele högst kvalitet och ett rimligt pris.

I slutet av januari 2007 beslutade Post och Telestyrelsen att sänka det pris som Telia tar ut av andra operatörer (t ex Telenor) som hyr accessnätet av Telia för DSL-tjänster (bredband) och IP-telefoni via DSL. Prissänkningen är ungefär 20 kronor i månaden och bör få genomslag snabbt på marknaden. Priserna för telefoni väntas fortsätta att sjunka enligt våra prognoser.

Nya möjligheter för AllTele är som totalleverantör till nya bostäder och leverantör av ISDN.

En intressant möjlighet som AllTele har börjat exploatera under senare delen av 2006 är att Telia inte längre ansluter nyproducerade bostäder till det gamla kopplade telefoninätet. AllTele kan då överta Telias roll som telefonileverantör. Nyproduktion i Umeå, Linköping och Öresundsregionen har redan kontrakterats för leverans under 2007. En annan möjlighet är Telias beslut att avveckla ISDN för små och medelstora företag under 2007. Detta är en marknad med 230 000 abonnemang och AllTele har redan en ISDN-lösning för stadsnätsanslutna företag.

Tillväxtpotentialer

För att få en bild av AllTeles tillväxtpotentialer, marknadspotential och konkurrensfördelar i ett integrerat perspektiv använder vi nedanstående tabeller. En stjärna betyder liten och fem stjärnor betyder stor. Tabellerna är ämnade för en överblick och för att få en idé om företagets potential.

Marknadsvärde per tjänst	Idag	Framtid
Telefoni/mobiltelefoni	*****	***
Internetaccess	***	****
IP-telefoni	*	***
Mervärdestjänster telefoni/mobil	*	***
Mervärdestjänster IT/Internet	*	***

AllTeles konkurrensfördelar	Idag	Framtid
Telefoni/mobiltelefoni	*	*
Internetaccess	*	***
IP-telefoni	****	***
Mervärdestjänster telefoni/mobil	**	***
Paketerbjudande (allt ovan)	**	**
Kunder: hushåll	***	***
Kunder: små och medelstora företag	***	***
Service (enkelhet, snabbhet, respons)	***	***

AllTeles tillväxtpotential	Idag	Framtid
Telefoni/mobiltelefoni	*	**
Internetaccess	*	***
IP-telefoni	*****	****
Mervärdestjänster telefoni/mobil	**	***
Mervärdestjänster IT/Internet	*	**

Källa: Redeye research

Från tabellen ser vi att telefoni och mobiltelefoni har störst värde idag. Detta kommer att ändras i framtiden när IP-telefoni blir den dominerande kanalen samtidigt som priserna kommer att sjunka. Mobiltelefoni kommer att vara en stor marknad de närmaste åren. Internetaccess kommer att bli allt viktigare i framtiden.

AllTeles primära tillväxtpotential finns inom IP-telefoni som är ett starkt växande marknadssegment, dock kan företagets konkurrensfördel minska när allt fler aktörer ger sig in på marknaden och dessa blir duktigare på kvalitet. Möjlighet att skapa tillväxt inom andra områden för bolaget finns inom mervärdestjänster som också är en växande marknad. Att leverera Internetaccess måste också ses som en möjlighet för bolaget, även om konkurrensen är hård.

AllTele tittar ständigt på nya möjligheter och lösningar för att hitta en större marknad och för att öka kundintäkterna. Företaget har redan börjat vända sig till företagsmarknaden med mervärdestjänster. En annan möjlighet är att börja leverera internet, dock är detta svårt i de flesta fall därför att stadsnättsleverantören redan gör det, men en potential finns och vissa stadsnättsleverantörer vill att AllTele skall erbjuda internet också. En ny enklare telefonivariant som diskuteras med inte fullt så hög kvalitet (AllTele Light), kan också öka marknaden till kundgrupper som är mycket prismedvetna och inte kräver högsta kvalitet, till exempel studenter.

Nya tillväxtpotentialer som har öppnats för AllTele är Telias beslut att inte längre ansluta nybyggda hus till telenätet och Telias planerade utfasning av ISDN-abonnemang. AllTele är här aktiva och snabba med erbjudanden till stadsnättsanslutna kunder. Som litet snabbt företag borde AllTele ha en konkurrensfördel jämfört med stora trögröriga bolag vid framtida liknande marknadsförändringar. Företagsledningen har också visat sig snabb på att se nya möjligheter på marknaden och tillsammans med sin teletekniska kompetens komma med nya erbjudanden.

Finansiella prognoser

Bolaget har genomgått en utvecklingsfas och skall nu ansluta fler kunder.

AllTele grundades år 2002 och har sedan dess haft en starkt ökande omsättning och ökat antal kunder, dock från låga nivåer. Företaget har också visat ökande negativa resultat för varje år vilket är naturligt i en utvecklings- och expansionsfas. Den initiala utvecklingsfasen är nu avklarad och teknikplattformen håller tillräcklig kvalitet och kapacitet för en expansion mot i första hand 24 000 anslutna kunder. Med små investeringar i nät och växlar (0,3 miljoner kr) klaras upp till 80 000 kunder. Stamnätet som är på 100 Mpbs är lätt utbyggbart och billigt att öka kapaciteten i. Målet är nu att få flera betalande kunder anslutna till AllTeles nät. De stora kostnaderna och investeringarna under företagets kommande expansion ligger på marknadsföring och kundutrustning.

Hur stor blir kundtillväxten och marknadsföringskostnaderna?

Kundtillväxt

Viktiga frågor är hur många kunder företaget kommer att lyckas locka till sig i framtiden? Vad kommer det att kosta bolaget att öka antalet kunder? Hur många kunder lämnar bolaget? Hur hög blir bruttomarginalen? AllTeles historik är kort vilket gör att alla estimat framöver baseras på ett fåtal historiska kvartal och gör bolaget svårprognostiserat. Grunden för prognosen är egentligen sista kvartalet 2006 som har visat tre till fyra gånger högre kundtillväxt jämfört med tidigare kvartal och visar att det finns potential i kundtillväxten för bolaget.

En ny kund beräknas kosta 400 kronor i marknadsföringskostnader.

En ny kund förväntas kosta 400 kronor i marknadsföringskostnader plus 400 kronor för kundutrustningen i cirka 70 procent av fallen. De återstående cirka 30 procent av kunderna betalar antingen en anslutningsavgift vilken motsvarar investeringen för kundutrustningen eller direktansluts på fastighetens befintliga telefoninät vilket innebär att ingen kundutrustning behövs. Stor osäkerhet råder om vad anskaffningskostnaden för nya kunder kommer att vara i framtiden. I vår prognos antas kundutrustningens pris sjunka från 400 kronor idag till 350 kronor år 2008.

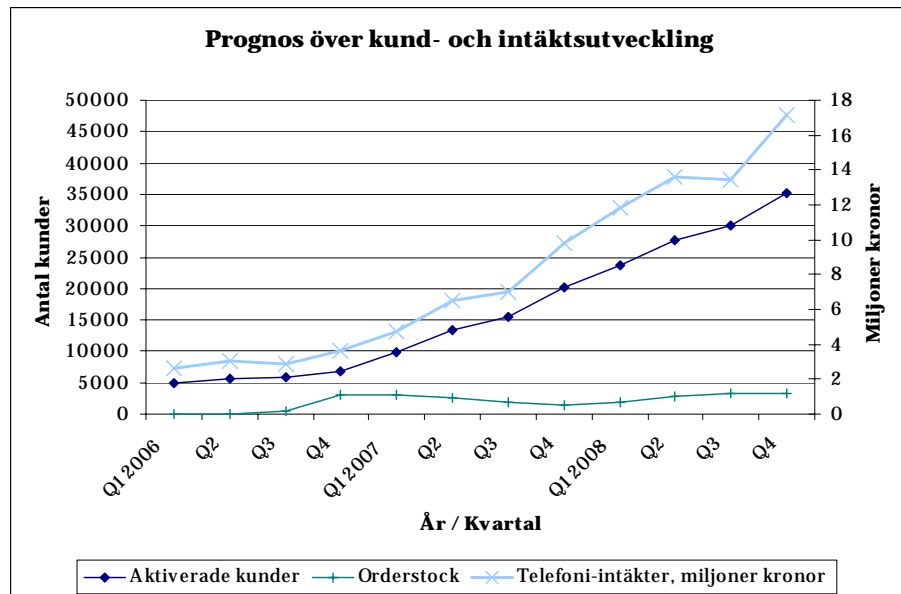
En låg andel kunder förväntas lämna bolaget.

AllTele har hittills visat låga tre procent tappade kunder per år (churn) exklusive studenter. Denna låga andel antas kunna hållas i ett inledningskede, men i längden tror vi inte AllTele kan hålla den nivån. Vanliga förvalsoperatörer har mellan 10 och 25 procent kunder som lämnar operatören varje år. AllTele kanske långsiktigt kan hålla en churn på 10 procent. Detta tack vare företagets strategi av hög kvalitet och lågt pris vilket borde medföra en hög andel nöjda kunder och låg churn. Ytterligare ett argument för att företaget kan hålla en låg churn är att den andel kunder som inte behöver egen utrustning förväntas ha en mycket låg churn. Vi prognostiserar att antalet kunder som lämnar bolaget blir låga tre till fem procent under år 2007. Detta förväntas sedan öka successivt till sju procent år 2008.

Vi prognostiserar att företaget når över 20 000 aktiva kunder år 2007.

Under Q4 år 2006 skedde en rejäl ökning av antalet nya kunder med 1000 stycken och orderstocken ökade med hela 2600 kunder (från 400 till 3000). Enligt våra prognoser antar vi att företaget kan hålla den takten på ungefär 1000 nya kunder i månaden och att orderstocken övergår till att vara aktiva kunder. I vårt normalscenario antar vi drygt 20 000 aktiverade kunder i slutet av år 2007. Företaget har en leveranskapacitet på runt 1200 nya kunder i månaden och kan enkelt utöka kapaciteten till 1600 vid behov.

Vi prognostiserar över 1000 nya kunder i månaden till slutet av år 2008.



Källa: Redeye Research, AllTele

Sammanfattningsvis antar vi i vår prognos att den organiska tillväxten för bolaget de närmaste åren kommer att vara över 1000 nya kunder i månaden netto, främst tack vare intensifierad marknadsföring, men även tack vare en växande totalmarknad för stadsnät och IP-telefoni. Antalet aktiva kunder av totalt anslutna kunder till AllTeles nät har då nått en nivå (20 till 30 procents penetration) när det förmodligen börjar bli dyrare att attrahera nya kunder.

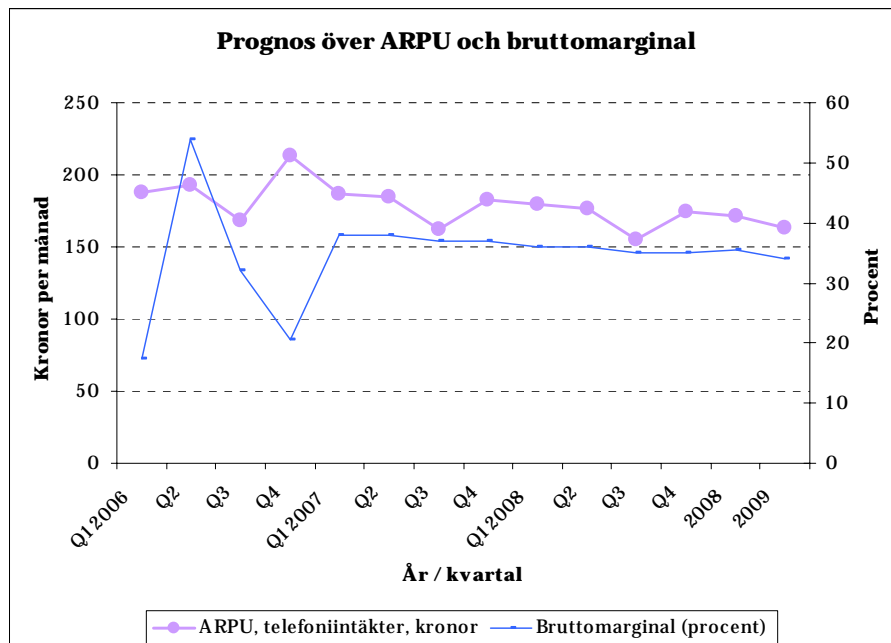
ARPU och bruttomarginal

Intäkterna per kund och månad (ARPU) påverkas negativt av en prispress på marknaden för fast telefoni från dels IP-telefonins ökande betydelse och dels att Post och Telestyrelsen ser över samtrafikkostnader och Telias kostnader för nätet närmast kund (accessnätet). I januari 2007 sänktes också det pris Telia får ta ut av andra operatörer för accessnätet för DSL-tjänster och IP-telefoni med cirka 20 kronor per månad.

Positiv påverkan på AllTeles genomsnittliga telefoniintäkt per kund och månad är att andelen företagskunder kommer att öka och de har en högre genomsnittlig månadsintäkt än hushållskunder. Idag har AllTele en relativt hög andel studenter (låg ARPU) vilka kommer att minska i betydelse eftersom de flesta nya kunderna är vanliga hushåll. Företaget har även en del mervärdestjänster som kommer att påverka ARPU positivt.

Sammantaget så prognostiserar vi en sjunkande ARPU från cirka 190 kronor år 2006 till cirka 160 kronor år 2009 enligt nedanstående diagram. Säsongsmissigt så är intäkterna lägre tredje kvartalet beroende på semestrar. Enligt vår prognos så ses också i diagrammet att bruttomarginalen kommer att sjunka från 38 procent (33 procent inklusive engångskostnader) år 2006 till 34 procent år 2009 beroende på en sjunkande ARPU och ökande konkurrens på marknaden.

ARPU förväntas sjunka från dagens 190 kr till 160 kr år 2009, bruttomarginalen sjunker till 34 %.



Källa: Redeye Research, AllTele

Årsestimat

Nedanstående tabeller visar vår prognos för AllTele på baserat på tidigare antaganden om ARPU, churn, kundtillväxt och marknadsföringskostnader. Vi prognostiserar nästan en fördubbling av intäkterna från år 2006 (17 miljoner kr) till år 2007 (32 miljoner kronor) tack vare stark kundtillströmning och marknadsföring. Bruttomarginalen sjunker något från 38 procent (exklusive engångskostnader) till 37 procent och även den genomsnittliga kundintäkten (ARPU) förväntas minska med fyra procent. Antalet kunder förväntas öka till drygt 20 000 i slutet av år 2007 och vi förväntar oss ett positivt rörelseresultat först 2009. I 2005 års försäljning ingår aktiverat arbete med 1,4 miljoner kronor.

En årstillväxt i försäljning om cirka 90 procent väntas under 2007 och 2008.

AllTele	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Försäljning, mSEK	5,7	8,7	16,7	31,9	60,0	88,2
Tillväxt, %	61%	52%	92%	90%	88%	47%
Bruttomarginal, %		24%	33%	37%	35%	34%
Rörelseresultat	-3,2	-4,8	-9,6	-7,9	-1,8	2,0
Rörelsemarginal, %	-56%	-55%	-57%	-25%	-3%	2%

Källa: Redeye Research, AllTele

Kvartalsestimat

SEKm	2005	Q1'06	Q2'06	Q3'06	Q4'06	2006	Q1'07E	Q2'07E	Q3'07E	Q4'07E	2007E	2008E	2009E
Försäljning	8,7	3,7	5,8	3,1	4,2	17	5,7	7,5	7,8	11,0	31,9	60,0	88,2
EBITDA	-3,7	-1,6	0,4	-3,7	-4,5	-8,0	-2,6	-1,2	-1,1	-0,5	-5,4	0,9	6,0
EBIT	-4,5	-1,6	0,4	-3,7	-4,5	-9,4	-3,2	-1,8	-1,7	-1,2	-7,9	-1,8	2,8
PTP	-4,8	-1,6	0,3	-3,7	-4,6	-9,6	-3,2	-1,8	-1,7	-1,2	-7,9	-1,8	2,8
VPA, SEK	-1,50	-0,45	0,08	-0,98	-1,07	-2,32	-0,61	-0,35	-0,32	-0,22	-1,51	-0,35	0,39
Försäljningstillväxt (Y)	52%	155%	112%	42%	98%	92%	53%	30%	151%	162%	90%	88%	47%
Bruttomarginal	24%	17%	54%	32%	21%	33%	38%	38%	37%	37%	37%	35%	34%
EBITA marginal	-43%	-43%	6%	-118%	-108%	-48%	-46%	-16%	-14%	-5%	-17%	2%	7%
VPA tillväxt (YoY)	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a	n.a

AllTele	Q1'06	Q2'06	Q3'06	Q4'06	2006	Q1'07E	Q2'07E	Q3'07E	Q4'07E	2007E	2008E	2009E
Telefoni-intäkter MSEK	2,7	3,0	2,9	4,1	12,7	4,7	6,5	7,0	9,8	28,0	55,9	85,3
ARPU, SEK	188	193	169	213	191	187	185	162	183	179	172	163
Aktiverade kunder	4 900	5 596	5 920	6 898	6 898	9 898	13 398	15 598	20 098	20 098	35 098	52 098
Orderstock kunder	100	100	400	3 084	3 084	3 084	2 584	1 884	1 384	1 384	3 384	8 400
Aktiverade kunder+orderstock	5 000	5 696	6 320	9 982	9 982	12 982	15 982	17 482	21 482	21 482	38 482	60 498

Källa: Redeye Research, AllTele

Kassaflödesprognos

Kassaflödet är negativt och en nyemission behövs troligen i slutet av år 2008.

Bolaget genomförde en spridningsemission under februari på 9,5 miljoner kr till 19 kr per aktie. Tidigare har en nyemission gjorts i december 2006 på 15 miljoner kronor till 15 kronor per aktie och under början av 2006 gjordes en nyemission om 2 miljoner kronor till 10,4 kronor per aktie. Med dessa nyemissioner så räknar vi enligt vår modell med att kassan är 9 miljoner 2006, 4 miljoner 2007 och -4 miljoner år 2008, det vill säga ett negativt kassaflöde alla dessa år. Senast år 2008 bör företaget redovisa ett positivt kassaflöde för att en nyemission inte skall vara nödvändig. Företaget har som mål att nå ett positivt kassaflöde år 2008. Om det visar sig svårare/dyrare än beräknat att få nya kunder så kan en nyemission behövas tidigare. Alternativt kan AllTele investera mindre vilket gör det möjligt att nå ett positivt kassaflöde tidigare och slippa ytterligare nyemissioner.

Kassaflödet	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E
Försäljning, mSEK	6	9	17	32	60	88
Kostnader	-8	-12	-25	-37	-59	-82
EBITDA	-2	-4	-8	-5	1	6
Finansnetto	0	0	0	0	0	0
Övrigt	-1	1	0	0	0	0
Skatt	0	0	0	0	0	-1
Kassaflöde före förändr. i rörelsekap.	-4	-3	-8	-5	1	5
Förändringar i rörelsekapitalet	-1	1	0	-2	-1	-1
Kassaflöde före investeringar	-5	-1	-8	-8	0	4
Investeringar	1	-3	-3	-6	-7	-8
Kassaflöde efter investeringar	-4	-5	-10	-14	-7	-4
Finansiering	4	8	16	9	0	0
Kassaflöde efter finansiering	0	4	5	-5	-7	-4
Kassa efter finansiering	0	4	9	4	-4	-8

Källa: Redeye Research, AllTele

En positiv händelseutveckling är om det visar sig lätt att rekrytera nya kunder. Företaget kan då vilja genomföra en nyemission för att ännu snabbare öka antalet kunder. Sammanfattningsvis kommer kassaflödet sannolikt att vara negativt de kommande åren eftersom stora investeringar skall göras i marknadsföring och kundrekrytering.

Värdering

Svårt att värdera ett litet bolag med kort historik.

Att göra en korrekt värdering av en liten teleoperatör med en ny teknik, kort historik och som växer snabbt är svårt. Risken är hög och beroende på hur väl företaget lyckas framöver blir det stor variation i värderingen av aktien. Vi har hittat några möjliga jämförelseobjekt och gjort en sammanställning av dem. En norsk IP-telefonioperatör, Telio, ser speciellt intressant ut som jämförelseobjekt. Vi tittar på flera variabler samtidigt för att resonera oss fram till en rimlig värdering av AllTele. En diskonterad kassaflödesmodell (DCF) används också för att få ytterligare ett perspektiv på vår värdering av företaget. Vi avslutar med att se på olika scenarion och vad värderingen blir i tre olika fall.

Vi använder en WACC om 14,2 procent.

Diskonterad kassaflödesmodell

Genom att använda våra prognoser från föregående kapitel och diskontera de framtida kassaflödena med WACC samt dividerar med antalet aktier får vi fram ett aktievärde på AllTele. Den WACC vi använder är 14,2 procent (en riskfri ränta om 4 procent, beta om 1,4 ggr och marknadsriskpremium om 7,3 procent) då bolagets historik är kort och bolaget har ett litet marknadsvärde (cirka 50-60 miljoner kronor) blir det en hög WACC. Eftersom företaget är obelånat blir WACC lika med avkastningskravet på eget kapital.

AllTele År	2005	2006	2007e	2008e	2009e	Period 2 2010-2019	Period 3 2020-
Försäljning	8,7	16,7	31,9	60,0	88,2	0,0	0,0
EBITA	-4,5	-9,4	-7,9	-1,8	2,8	0,0	0,0
Justerat skatt	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,8	0,0	0,0
NOPLAT	-4,5	-9,4	-7,9	-1,8	2,0	13,0	0,0
Avskrivningar	0,8	1,4	2,5	2,8	3,2	0,0	0,0
Brutto kassaflöde	-3,7	-8,0	-5,4	0,9	5,2	0,0	0,0
Förändring rörelsekapital	1,5	0,4	-2,2	-1,4	-1,2	0,0	0,0
Nettoinvesteringar	-3,5	-2,6	-6,3	-7,0	-8,0	0,0	0,0
Fritt kassaflöde	-5,7	-10,2	-13,9	-7,4	-3,9	56,3	68,9
NPV			-12,6	-5,8	-2,7	39,1	47,9

Källa: Redeye Research

DCF-modellen indikerar ett värde på ca 16 kronor per aktie, med ett intervall om 14-19 kronor.

Med en WACC om 14,2 procent får vi ett DCF-värde på 15,8 kronor per aktie. Vi har utgått från en relativt hög organisk tillväxt om 80-90 procent de närmaste två åren. Vi prognostiserar att AllTele inte får in fullt så många kunder i år som de har som mål. Vi ser också i tabellen att en stor del av aktievärdet ligger långt fram i tiden vilket är riskfyllt. Justerar vi WACC till 13 procent får vi en värdering på aktien till 19 kronor och har vi en högre WACC på 15 procent blir aktiens värde 14 kronor. Dessa procentsatser för kapitalkostnaden (WACC) är rimliga beroende på hur hög risknivån uppskattas vara i bolaget.

Jämförelse med liknande bolag

Även om det är svårt att finna några direkt jämförbara bolag inom ren IP-telefoni via stadsnät så finns det en mängd teleoperatörer med olika inriktningar och med blandningar av bredband, telefoni och mobiltelefoni. I Norge finns ett intressant bolag, Telio, som har en liknande strategi som AllTele. Telio är inriktat på IP-telefoni men har inte riktigt AllTeles höga kvalitetsnivå och inriktningen på stadsnät finns inte, utan det norska företaget använder det gamla telenätet. Den stora andelen stadsnät är unikt för Sverige.

Telio är det mest likartade bolag vi har hittat. EV per kund är ca 3500 kronor.

Studerar vi tabellen nedan ser vi att Telio har en relativt hög tillväxt, dock lägre än AllTeles tillväxt, men både en högre ARPU och högre bruttomarginal. Företagsvärde (börsvärde minus nettokassa) per kund (på engelska EV/Customer) ligger idag på ca 3540 kronor. Det är inte orimligt att AllTeles företagsvärde per kund skall vara omkring det om något år när tillväxten är motsvarande Telios, men det blir svårt för AllTele att hålla en lika hög bruttomarginal och ARPU eftersom de är lägre redan idag och förväntas sjunka ytterligare. Enligt en försiktig värdering kanske AllTele redan idag ska värderas till cirka 3500 kronor per kund. Som vi ser blir värdet 3527 kronor per kund för AllTele (inklusive orderstocken) med aktiekursen 10 kronor. Det som motiverar AllTeles högre EV/Kund är den höga kundtillväxten.

Operatör	Land	Intäkter 06 (MSEK)	ARPU (SEK)	Brutto- marginal	EBITDA marginal	Kunder tusental	Tillväxt kunder	EV MSEK	EV/Kund
Telio	Norge	337	220-240	54%	8%	127	60-70%	450	3540
Glocalnet	Sverige	1090*	200	30-35%	neg	500	0%	824	1648
Bredbandsbolaget	Sverige	1500*	275-325	-	15-20%	335/450**	Hög	6033	18090
Vonage	USA	4241	196	65-70%	neg	2224	100%	2110	949
Deltathree	USA	266	56	35-40%	4%	425	40-60%	374	880
Net2Phone	USA	769	-	40-43%	-	n.a	200%	uppköpt	-
Debitel	Danmark	1170	223		5-10%	437	Låg	1270	2906
22 Mobiloperatörer	Globalt	-	189	-	36%	-	20%		4723
AllTele	Sverige	16,7	190	38%	neg	6,91 10***	100+% 100+%	35 35	5104 3527

Källa: Bolagsrapporter, Bloomberg, Redeye Research. *=2005. **=kunder Q205 samt kunder Q405. ***=inklusive orderstocken

Anledningen till att det är intressant att se på AllTeles företagsvärde per kund inklusive orderstocken är att orderstocken är en mycket stor andel av totala antalet kunder för AllTele och den har växt extremt kraftigt det sista kvartalet 2006. Rimligen har inte de andra företagen lika stor andel orderstock.

Amerikanska IP-telefonioperatörer har EV på 1000 kronor per kund.

Om vi tittar på de tre amerikanska bolagen som är fokuserade på IP-telefoni så har de stark tillväxt och relativt låg ARPU, inte olikt AllTele. Även bruttomarginalen ligger nära AllTeles. Deras EV per kund är omkring 1000 kronor. De har dock inte AllTeles kvalitetssäkring av telefonin utan använder så kallad "best effort" nivå, d v s kvaliteten är beroende på hur bra internetförbindelse kunden har.

Debitel är en dansk mobilteleoperatör som nyligen (Q1 2007) blev uppköpt av Telia. EV per kund som Telia betalade var 2906 kronor. Då är tillväxten låg men ARPU är högre än AllTeles och EBITDA-marginalen är antagligen liknande. Det är inte orimligt att AllTele skall värderas till liknande EV/kund när kundtillväxten har avtagit. Nackdelen med Debitel som jämförelseobjekt är att de främst verkar inom mobiltelefonimarknaden.

Glocalnet blev uppköpt för 1600 kronor per kund Q1 år 2006...

Glocalnet kan också vara ett jämförelseobjekt. Företaget blev uppköpt första kvartalet år 2006 för cirka 1600 kronor per kund. Bruttomarginalen är nära AllTeles liksom ARPU. Tillväxten är dock obefintlig men när AllTele vuxit klart kan detta värde fungera som riktmärke. Skillnaden är att Glocalnet har en bredare inriktning än AllTele med både bredband, telefoni (stor andel förval) och mobiltelefoni.

... men Bredbandsbolaget kostade 18 000 kronor per kund.

Bredbandsbolaget (uppköpt 2005 Q2) har ett högt EV per kund, cirka 18 000 kronor, men är ganska olikt AllTele. ARPU är högre och troligtvis även marginalerna. De tjänster bolaget levererar är IP-telefoni med godkänd kvalitet och internet. Uppköpet präglades av en budstrid vilket ytterligare kan ha ökat priset.

Ser vi globalt på 22 mobiloperatörer (Redeye Operator Index, december 2006) så är ARPU ungefär som AllTeles, marginalen högre och tillväxten endast 20 procent. De värderas till cirka 4700 kronor per kund. Här är jämförelsen med ARPU mest intressant, dock skiljer tillväxt och marginal mycket vilket gör det svårt att jämföra.

Som referens visar vi tabellen ovan för tre stora mogna teleoperatörer. Närmast AllTeles ARPU och marginal ligger Tele2. TeliaSonera har mycket hög marginal och ARPU medan Telenor har en hög ARPU men endast 15 procent marginal. AllTeles marginal och ARPU är relativt låga jämfört med de stora telebolagen förutom Tele2.

Operatör	Land	Intäkter 2006	ARPU	Brutto-marginal	EBITDA marginal	Kunder tusental	Tillväxt kunder	Kommentar
TeliaSonera	Norden	26000 MSEK	300-375	-	40-42%	5400	-10%	Fast telefoni, bredband, LLUB
Tele2	Norden	5000 MSEK	175-200	-	10%	1731	Negativ	Telefoni, Internet
Telenor/Sverige	Sverige	3300 MSEK	250-275	-	15%	1000	Svag	Bredband+telefoni

Källa: Bolagsrapporter, Bloomberg, Redeye Research.

Nedanstående tabell visar värdet per kund för en mogen operatör med låg tillväxt (t ex Glocalnet eller AllTele i framtiden). Tabellen är konservativ vad det gäller värderingen jämfört med aktiekurser och uppköpspris idag. WACC är satt till 10 procent. Håller Alltele 175 kronor i ARPU och en marginal på 15 procent så blir värdet per kund 1468 kronor.

ARPU (SEK)	125	150	175	200	225	250
EBITDA marg						
5%	-260	-152	-44	64	172	280
10%	280	496	712	928	1144	1360
15%	820	1144	1468	1792	2116	2440
20%	1360	1792	2224	2656	3088	3520
25%	1900	2440	2980	3520	4060	4600
30%	2440	3088	3736	4384	5032	5680
35%	2980	3736	4492	5248	6004	6760
40%	3520	4384	5248	6112	6976	7840

Källa: Redeye Research

Stor spridning i värderingen per kund (1 000 – 18 000 kronor). Rimligt värde idag för AllTele: 4 000 – 6 000 kronor per kund (inklusive orderstocken).

Sammanfattningsvis kan sägas att värderingen av AllTeles EV/kund idag kan variera ganska mycket vid en undersökning av liknande bolag. Spannet är brett men 18 000 kronor är för högt och 1000 kronor är för lågt. Mest likartat jämförelseobjekt är Telio med en värdering på 3500 kronor per kund, dock har AllTele en högre tillväxt vilket motiverar en högre värdering, kanske 4 000 - 6 000 kronor (inklusive orderstocken) om tillväxten är uthållig. Detta motsvarar ett värde om 11 – 15 kronor per aktie.

Scenariovärdering

Nedanstående tabell är en sammanställning av antalet kunder som AllTele har år 2008 och vad värdet per kund skulle kunna vara samma år. Den WACC som används är 14,2 procent. Vi antar en lägre tillväxt efter 2008, under 50 procent. Beroende på utfall blir värdet på aktien mycket varierande. Kan AllTele nå högre tillväxtsiffror efter år 2008 blir företagets värde högre. Vi vill dock inte anta höga tillväxttal långt fram i tiden för en ny liten aktör utan exceptionella konkurrensfördelar på en hårt konkurrensutsatt marknad. Som vi har sett i föregående tabeller så varierar värdet per kund mellan 1000 och 18 000 beroende på många olika faktorer. Sammantaget ser vi det som rimligt att AllTeles kunder skall värderas någonstans i intervallet 1000 till 4500 kronor år 2008 när tillväxten har sjunkit för företaget.

Kunder 2008	10000	20000	30000	40000	50000	60000
Värdet per kund 2008						
1000	1	3	4	6	7	9
1500	2	4	7	9	11	13
2000	3	6	9	12	15	17
2500	4	7	11	15	18	22
3000	4	9	13	17	22	26
3500	5	10	15	20	25	31
4000	6	12	17	23	29	35
4500	7	13	20	26	33	39

Källa: Redeye Research

Normalscenariot är att AllTele lyckas få 35 000 kunder år 2008 och värdet per kund hamnar runt 3000 kronor. Då skall AllTele vara värderat till runt 15 kronor per aktie idag. I mitten av det gula fältet i tabellen återfinns värdena.

Ett negativt scenario är att företaget möter en svårare marknad än väntat och antalet kunder endast ökat till 30 000 vid slutet av 2008 och att värdet per kund uppskattas vara endast 2000 kronor på grund av lägre tillväxt. Då blir aktievärdet 8 kronor idag.

Scenariovärdering indikerar ett värderingsspann om 8-25 kronor.

Ett positivt scenario för AllTele är att de börjar bli stora inom IP-telefoniområdet via stadsnät och lyckas få in totalt 50 000 betalande kunder år 2008 och värdet per kund är relativt goda 3500 kronor tack vare en högre tillväxt. Aktien skall då värderas till 25 kronor idag.

Att värdet per kund blir lägre vid ett negativt scenario och högre vid ett positivt scenario kan motiveras med att kundvärdet beror på hur mycket tillväxten förväntas bli i framtiden. AllTeles aktievärde är alltså mycket beroende av hur hög tillväxten av kunderna blir.

Vid lika sannolikhet för de tre alternativen blir värderingen 16 kronor.

Om vi sammanfattningsvis antar att de tre alternativen är lika sannolika så blir AllTeles värdering omkring 16 kronor idag. Tror vi att företaget inte lyckas få in 35 000 kunder år 2008 så skall företaget värderas lägre. Tror vi att företaget kan växa fortare än 50 procent efter år 2008 eller att det positiva scenariot har hög sannolikhet så skall företaget värderas högre.

Risker och möjligheter för AllTele

En investering i mindre svenska teknologibolag och speciellt i bolag som AllTele, som inte visat vinst än, är alltid en hög risk. Å andra sidan har bolag under de sista rapporterade kvartalen visat på en stark kundtillväxt och ökning av löpande telefoniintäkter. Andra risker att vara medveten om är:

Det finns många risker med en investering i ett litet bolag som AllTele.

- AllTele är ett mycket litet bolag på den svenska telekom/IT-marknaden, vilket gör att de är mycket sårbara för kraftiga prisförändringar och ökad konkurrens av stora aktörer.
- AllTele är beroende av både teknikpartners och tjänsteleverantörer vilket gör att de inte helt själva kan styra över sitt öde.
- Bolaget är mycket beroende av nyckelpersoner, till exempel VD och teknikdirektör.
- En större expansion kan innebära dramatiskt ökande kostnader.
- När bolaget blir större kan förvärvskostnaden per kund bli betydligt högre än vad den är idag. De första kunderna är vanligen lättast att övertyga.
- Stamnätet och centrala noder är av hög kvalitet och stabilt men stadsnätoperatören har inte alltid rätt kvalitetstänkande för högkvalitativ telefoni vilket kan innebära kvalitetsproblem.
- Ytterligare nyemissioner kan behövas vilket innebär utspädning av aktierna.

För fler risker hänvisar vi till prospektet i samband med börsintroduktionen i mars.

Positiva möjligheter för AllTele-aktien

Tror man på företagsledningens förmåga och att marknaden inte blir för svårbehandlad finns det möjligheter till en god utveckling för företaget och aktien. Tittar vi framåt kan vi lista några potentiella möjligheter för aktien:

Det finns också relativt stora möjligheter för aktien.

- Det visar sig relativt lätt och billigt att rekrytera nya kunder och kunderna stannar kvar.
- Hög bruttomarginal bibehålls.
- Lyckad satsning på små och medelstora företag.
- Positiva omnämnanden i pressen för hög kvalitet och nöjda kunder.
- Större samarbeten och partneravtal som kan hjälpa AllTele att driva sin försäljning och hålla kostnaderna nere.
- Förvärv av liknande bolag som AllTele kan öka intresset för denna sektor.
- Lyckad satsning på AllTele Light och/eller breddning av produkter.
- Lyckad satsning på internetjänster som har god marginal.
- Stora kundavtal tecknas och kollektiva anslutningar genomförs.

Sammanfattning

AllTele (Allmänna Svenska Telefonaktiebolaget) grundades år 2002 av bl a VD Ola Norberg. Företaget är en oberoende operatör inriktad på kvalitativ fast ip-telefoni via stadsnät för hushåll och små/medelstora företag. AllTeles affärsidé är att sälja fast telefoni av hög kvalitet till ett lägre pris än befintliga operatörer med hjälp av ny teknik.

AllTele erbjuder kvalitativ IP-telefoni via stadsnät till hushåll och små- och medelstora företag.

I januari 2007 har bolaget cirka 16 anställda och omkring 7000 kunder. Företaget har många avtalspartners bland annat olika stadsnätsägare, TDC Song, IP-Only, fakturaservice och ett callcenter för kundservice. AllTele har avtal och hyr nätkapacitet men äger växlarna själva som behövs för telefonin. Företaget har nyligen påbörjat försäljning och uthyrning av IP-telefoni till små och medelstora företag (upp till 200 anknnytningar).

Omsättningen 2006 var 16,7 miljoner kronor och bolaget gjorde en förlust på -9,6 miljoner kronor. Fjärde kvartalet år 2006 har antalet kunder och orderstocken växt starkt till sammanlagt omkring 10 000 tack vare intensifierad marknadsföring. Telefoninätet är nu färdigbyggt och håller en hög kvalitet liksom kapacitet. Nästa steg är att få in många nya kunder med hjälp av ökad marknadsföring, därför genomfördes en nyemission i samband med börsintroduktionen. En annan anledning till nyemissionen var att ökad ägarspridningen.

Totalmarknaden för fast telefoni minskar men AllTeles segment IP-telefoni växer starkt. Totalt antal hushåll anslutna till stadsnät uppgick år 2006 till nästan 1,5 miljoner. AllTele har idag cirka 180 000 hushåll anslutna och en låg penetrationsgrad. Denna skall nu ökas liksom totala antalet anslutna hushåll och företag till AllTeles telefonitjänster. Konkurrensen är hård på marknaden men AllTele har fördelar inom teknik och marknadsföring.

Scenariovärdering indikerar en kurs mellan 8 och 25 kronor.

Vår värdering av bolaget med DCF indikerar ett intervall på aktiekursen om 14 till 19 kronor. Studerar vi liknande bolags värdering samt tre olika scenarier så kan ett rimligt värde på AllTele variera mellan 8 och 25 kronor beroende på hur stark kundtillväxten blir. Värderingen varierar således kraftigt beroende på kundtillväxten.

Hur hög kundtillväxten blir är avgörande för AllTeles värdering.

Att göra en investering i en liten teleoperatör med en ny teknik, kort historik och som växer snabbt innebär en hög risk. Företaget har hittills inte visat vinst och kommer att fortsätta att redovisa negativa resultat, troligen behövs ytterligare nyemissioner. Kundtillväxten är nyckeln till hur det går framöver för AllTele. Sista kvartalet 2006 redovisades ett starkt ökat kundinflöde så potential finns för tillväxt.

Resultaträkning, MSEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Omsättning	9	17	32	60	88
Summa rörelsekostnader	-12	-25	-37	-59	-82
EBITDA	-4	-8	-5	1	6
Avskrivningar Ex GW	-1	-1	-3	-3	-3
Goodwillavskr	0	0	0	0	0
EBIT	-5	-9	-8	-2	3
Resultatandelar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finansiella Intäkter	0	0	0	0	0
Finansiella kostnader	0	0	0	0	0
Resultat före skatt	-5	-10	-8	-2	3
Skatt	0	0	0	0	-1
Nettoreultat	-5	-10	-8	-2	2
Resultaträkning just, MSEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Jämförelsesstörande poster	0	0	0	0	0
EBITDA just	-4	-8	-5	1	6
EBIT just	-5	-9	-8	-2	3
PTP just	-5	-10	-8	-2	3
Nettoreultat just	-5	-10	-8	-2	2
Goodwillavskr	0	0	0	0	0
Balansräkning, MSEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Tillgångar					
<i>Omsättningstillgångar</i>					
Kassa och bank	4	9	4	-4	-8
Kundfordringar	1	3	10	16	22
Lager	0	0	0	0	0
Andra fordringar	1	2	2	2	3
Summa omsättningstillg.	5	14	15	15	17
<i>Anläggningstillgångar</i>					
Inventarier	1	3	7	11	16
Finansiella anl. tillg.	0	0	0	0	0
Goodwill	0	0	0	0	0
Balans. Utv. Kostn.	2	2	2	2	2
Övr. imateriella tillg.	0	0	0	0	0
Summa anläggningstillg.	4	5	9	13	18
Summa tillgångar	9	19	24	27	35
Skulder					
<i>Kortfristiga skulder</i>					
Leverantörsskulder	1	4	7	11	15
Övriga icke ränteb. skulder	1	2	3	5	6
Summa kortfristiga skulder	2	6	10	16	21
Långa icke ränteb. skulder	0	0	0	0	0
Räntebärande skulder	0	0	1	1	1
Summa skulder	2	6	11	17	22
Avsättningar	0	0	0	0	0
Eget kapital	7	13	13	11	13
Minoritet	0	0	0	0	0
Minoritet & Eget Kapital	7	13	13	11	13
Summa skulder och eget kapital	9	19	24	28	35
Fritt kassaflöde, MSEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Omsättning	9	17	32	60	88
Summa rörelsekostnader	-12	-25	-37	-59	-82
Avskrivningar Ex GW	-1	-1	-3	-3	-3
Goodwillavskr	0	0	0	0	0
EBIT	-5	-9	-8	-2	3
Skatt på EBIT (Justerad Skatt)	0	0	0	0	-1
NOPLAT	-5	-9	-8	-2	2
Avskrivningar Ex GW	-1	-1	-3	-3	-3
Goodwillavskr	0	0	0	0	0
Bruttokassaflöde	-4	-8	-5	1	5
Förändring i rörelsekapital	1	0	-2	-1	-1
Investeringar	-3	-3	-6	-7	-8
Fritt kassaflöde	-6	-10	-14	-7	-4
Kapitalstruktur	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Soliditet	77%	68%	54%	40%	37%
Skuldsättningsgrad	0%	0%	8%	9%	8%
Nettoskuld	-4	-9	-3	5	9
Sysselsatt Kapital	7	13	14	12	14
Kapitalets Oms.hastighet	1,7	1,7	2,4	4,6	6,7
Tillväxt (%)	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Försäljningstillväxt	52,4	92,4	90,5	88,1	47,1
VPA-tillväxt (just)	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
Tillväxt eget kapital	274,3	88,0	0,4	-14,1	18,2
DCF värdering					
Riskpremie	7,3				
Betavärde	1,4				
Risikfri ränta	4,0				
Räntepremie	1,0				
WACC	14,2				
ROIC fas 2	25,0				
ROIC fas 3	14,2				
Tillväxt fas 2 (g*)	11,0				
Tillväxt fas 3 (g*)	0,0				
Noplat normalår	n.m.				
Kassaflöden					
NV FCF prognosperiod	-21,2				
NV FCF, fas 2	39,2				
NV FCF, fas 3	48,0				
Rörelsefrämjade tillg.	17,5				
Räntebärande skulder	0,0				
Motiverat värde, MSEK	83				
Motiverat värde per aktie, SEK	15,8				
Börskurs, SEK	10,0				
Motiverat värde/Börskurs	58%				
Lönsamhet	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Avk. på eget kapital (ROE, %)	-109,3	-96,4	-61,0	-15,2	16,7
ROCE (%)	-87,4	-94,2	-58,7	-14,0	21,4
ROIC (%)	-87,4	-94,2	-58,7	-14,0	15,4
EBITDA-marginal (just, %)	-42,9	-47,9	-17,0	1,6	6,8
EBIT just-marginal	-51,9	-56,0	-24,9	-3,1	3,2
Netto just-marginal	-55,0	-57,4	-24,9	-3,1	2,3
Data per aktie, SEK	2005	2006	2007e	2008e	2009e
VPA	-1,37	-2,32	-1,51	-0,35	0,39
VPA just	-1,37	-2,32	-1,51	-0,35	0,39
VPA just ex gw	-1,37	-2,32	-1,51	-0,35	0,39
Utdelning	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettoskuld	-1,1	-2,2	-0,5	0,9	1,6
Antal aktier	3,5	4,1	5,3	5,3	5,3
Värdering	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Enterprise value	49	44	35	35	35
P/E	-7,3	-4,3	-6,6	-28,6	25,9
P/E just	-7,3	-4,3	-6,6	-28,6	25,9
P/E just ex gw	-7,3	-4,3	-6,6	-28,6	25,9
P/S	6,1	3,1	1,7	0,9	0,6
EV/S	5,6	2,6	1,1	0,6	0,4
EV/EBITDA just	-13,1	-5,5	-6,5	37,7	5,8
EV/EBIT just	-10,8	-4,7	-4,4	-19,1	12,5
P/BV	7,6	4,1	4,0	4,7	4,0
Aktiens Utveckling	Tillväxt/År, %	03/05			
1 mån	-21,6%	Omsättning	56%		
3 mån	n.m.%	Rörelseresultat, just	n.m.%		
12 mån	n.m.%	V/A, just	n.m.%		
Årets Början	n.m.%	EK	n.m.%		
Aktiestruktur %	Röster	Kapital			
Ola Norberg	16,0	16,0			
Tenor SA	11,9	11,9			
Ohman IT-Fond	7,7	7,7			
Familjen Hellspong	6,2	6,2			
Peter Bellgran	5,7	5,7			
AB Stena Finans	5,7	5,7			
Thomas Nygren	4,8	4,8			
Tomas Nygren	4,6	4,6			
B P Fonder Småbolag	2,9	2,9			
Coeli Sverige	2,2	2,2			
Aktien					
Reuterskod		SE000162			
Lista		First north			
Kurs, SEK		10,0			
Antal aktier, milj		5,3			
Börsvärde, MSEK		53			
Börspost		200			
Bolagsledning & styrelse					
VD	Ola Norberg				
CFO	Hilkka Iivonen				
IR	Ola Norberg				
Ordf	Thomas Nygren				
Nästkommande rapportdatum					
Q1'07 rapport	2007-05-25				
Analytiker					
Greger Johansson		Redeye AB			
greger.johansson@redeye.se		Styckjunkarg 1			
		114 35 Stockholm			