

Easynet versus Versatel

12 februari 2004 – Peter Vermeulen

Analist Bob Kommers van de zakenbank UBS ziet Colt Telecom en Thus als de 'closest peers' van Versatel¹. Naar aanleiding van dit rapport heb ik me afgevraagd of dit wel de 'closest peers' zijn van Versatel. Wat betreft Colt valt hierover niet te twisten, gegeven het pan-europese glasvezelnetwerk en de productenportfolio. Thus, echter, is slechts actief in het Verenigd Koninkrijk. Laat er dan een beursgenoteerde onderneming zijn die ook een pan-europees netwerk heeft waarmee breedbandige diensten worden aangeboden; Easynet.

Profiel Easynet

Easynet (Reuters: ESY) is afgesplitst uit het roemruchte communicatiebedrijf Marconi (<http://www.marconi.co.uk>) in 2001 met twee doelen:

- De schuld van Marconi verlagen
- Een fusiegolf aanwakken onder de kleine spelers op de markt voor dataverkeer

Marconi heeft een meerderheidsbelang aangehouden, maar heeft dit gaandeweg 2002 afgebouwd, waardoor Easynet nu een 'clean shareholder base' heeft.

Network map:



¹ Versatel - Start of mobile services in Netherlands - 7 October 2003
www.ubs.com/investmentresearch
Bob Kommers

Easynet is dus een concurrent van Versatel in de landen Nederland, België en Duitsland. Ze hebben op het vasteland een netwerk opgebouwd door diverse overnames; in 2002 zijn de volgende partijen overgenomen:

Duitsland:

- Talknet GMBH; 0,5 miljoen euro in cash nu, 2,7 miljoen euro in 29 maands termijnen tot januari 2006
- Talkline; 1,1 miljoen euro

Nederland:

- Wirehub; 6 miljoen euro plus fees
- Ision Internet AG; 3,4 miljoen euro

Frankrijk:

- Maiaah!; 106.000 euro

In Italië en Zwitserland heeft Easynet haar belangen afgebouwd door middel van management buy-outs, maar behouden ze wel toegang tot het netwerk, waardoor deze verbindingen wel opgenomen zijn in het netwerk map.

Daarnaast heeft Easynet onder de naam Intereasy nog belangen in Spanje.

De acquisities waren in 2002 goed voor een omzet van 5,85 miljoen pond, oftewel 9,31 miljoen euro (gemiddelde koers over 2002 van de pond/euro van 1,5910)

Er is gemiddeld dus ongeveer 1,5 keer de omzet betaald.

Financiële kerngegevens

	1998	1999	2000	2001	2002	H1 2003	2003*	2004*	2005*
	£'000	£'000	£'000	£'000	£'000	£'000	£'000	£'000	£'000
Turnover	15.589	27.741	41.742	71.276	92.280	55.200	115.000	137.000	
Cost of sales	-5.692	-9.714	-16.657	-42.521	-52.317	-27.169			
Gross profit	9.897	18.027	25.085	28.755	39.963	28.001			
Administrative expenses	-10.388	-18.704	-39.003	-66.004	-79.255	-41.020			
Operating loss before exc. items	-491	-677	-13.918	-37.249	-39.292	-13.019			
Exceptional items	-	-	-	-257.421	-38.465				
Loss on ord. activities before net interest	-491	-677	-13.918	-294.670	-77.757	-13.019			
Interest	-84	-252	1.805	2.003	-1.415	-2.026			
Loss on ord. activities before taxation	-575	-929	-12.113	-292.667	-79.172	-15.045			
Tax credit (charge) on loss on ord. activities	5	-503	62	11.748	126	-3			
Loss on ordinary activities after taxation	-570	-1.432	-12.051	-280.919	-79.046	-15.048			
Equity minority interest	198	102	-	-	-				
Retained loss for the financial year	-372	-1.330	-12.051	-280.919	-79.046	-15.048	-28.000	-13.000	
Basic and diluted loss per share (pence)	(1.8)p	(5.6)p	(45.0)p	(440.5)p	(71.3)p	(13.5)p	(24,29)p	(11)p	
End of period cash balance						83.800			40.000
EBITDA				-29.300	-22.600	-4.900			
Employees	279	352	604	883	1086				
Turnover per employee	55875	78810	69109	80720	84972				
Gross Margin	63,49%	64,98%	60,10%	40,34%	43,31%	50,73%			

Easynet draait inmiddels EBITDA positief (vanaf december 2003) en verwacht het jaar 2004 met een positieve EBITDA af te sluiten en met een sterke groei van de omzet.

Helaas zijn er weinig analistenrapporten te vinden over Easynet. De consensus van de schattingen die ik heb kunnen vinden, staan in de tabel.

Koersgegevens Easynet

		12-feb
Koers		140p
Koers ultimo 2003		118p
Marketcap		£155.900.000
Enterprise Value ²		£72.100.000
Aantal uitstaande aandelen		111.357.143
Gemiddeld volume		2.039.078

Ratio's

		2003	2004	2005
Cash per aandeel ³		75p		36p
Marketcap/Revenue		1,36	1,14	
EV/Revenue		0,63	0,53	

Easynet vs. Versatel

Versatel ligt ruim een jaar voor op Easynet wat betreft positieve EBITDA cijfers en het behalen van de cash flow positief-doelstelling. Doordat Easynet nog geen zwarte cijfers schrijft, is het lastig om Easynet met Versatel te vergelijken wat betreft de financiële ratio's.

Twee kengetallen die al wel naast elkaar gezet kunnen worden zijn de marktkapitalisatie ten opzichte van de omzet en de brutomarges.

	Versatel	Easynet
Brutomarge 2003	50-52%	50,73% ⁴
EV/Sales	1,51	0,63

Hieruit blijkt dat aan Easynet een veel lagere waardering wordt toegekend dan aan Versatel, terwijl de brutomarges op dezelfde niveaus liggen.

Easynet lijkt voorlopig beter gepositioneerd dan Versatel, aangezien de markt voor breedband al sterk gedereguleerd is in het Verenigd Koninkrijk, en de local loop unbundling⁵ hierdoor een enorme vaart heeft genomen (Easynet is marktleider in LLU's). Easynet lijkt er verstandig aan gedaan te hebben om in Zwitserland het hazenpad te kiezen en haar belang te verkopen, aangezien de deregulering van de telecommarkt (Swisscom) daar zeer traag verloopt. De (management)aandacht kan dan beter besteed worden aan markten die in beweging zijn.

Wat betreft de oorlogskas hoeven beide bedrijven zich geen zorgen te maken, al heeft Easynet relatief meer cash, gezien de hogere cash per aandeel ratio.

De productportfolios van beide bedrijven zijn niet identiek; Easynet legt het accent op de zakenmarkt en de publieke sector (bijvoorbeeld via Wirehub met een internetproject voor scholen), terwijl Versatel naast deze sectoren ook de consument bedient door middel van Zon. Hierdoor is Versatel minder conjunctuurgevoelig.

² Assuming cash balance equal to end of first half 2003 and not including debtors

³ Cash balance end of first half 2003

⁴ Brutomarge first half 2003

⁵ LLU: een central office binnen een central office van de PTT, zodat er direct aan de eindgebruiker geleverd kan worden

Conclusie

Het ligt voor de hand om aandelen Versatel te kopen, mocht men als Nederlandse belegger in de breedbandsector willen investeren, los van het feit dat een beleggingsfonds de voorkeur verdient vanwege de risicospreiding. Echter, eenmaal over de grens kijkend, vallen er interessante beursgenoteerde bedrijven te beleven die ook zullen profiteren van de toenemende vraag naar breedbandverbindingen. Easynet is vergeleken met Versatel een koopje op basis van sommige financiële ratio's. Echter, Versatel staat op het punt om cash flow positief te worden, wat als gevolg zal hebben dat nettowinst niet lang uit kan blijven. En dit is voor Easynet voorlopig nog toekomstmuziek, waardoor een lagere waardering gerechtvaardigd zou kunnen zijn.

Daarnaast heeft Versatel vooral in Duitsland nog veel mogelijkheden om de marges op te schroeven, zie de recente columns van Jo Swaen over de perspectieven van Versatel Deutschland.

Het doel van deze column is om meer inzicht te geven in het bedrijf Easynet en om aan de hand daarvan te beoordelen of Easynet tot de peer group van Versatel kan worden gerekend. Hier kan men volmondig ja op zeggen, en als belegger in Versatel is het dus verstandig om dit bedrijf in de gaten te blijven houden.

Peter Vermeulen⁶

© 2004 Blikopdebeurs.com

⁶ de schrijver heeft geen posities in Easynet noch Versatel