



Erbjudande till aktieägarna i Elementica AB (publ)

Viktig information

Allmänt

Bahnhof AB (publ) (org.nr 556519-9493) vars aktier är noterade på Spotlight Stock Market. ("Bahnhof") erbjuder sig härmed att förvärva samtliga aktier i det onoterade bolaget Elementica Data Construction AB (publ) (org.nr 556715-9495) ("Elementica" eller "Bolaget") i enlighet med de villkor som anges i denna erbjudandehandling ("Erbjudandet"). Priset i Erbjudandet kommer inte att höjas av Bahnhof.

Erbjudandet, och de avtal som ingås mellan Bahnhof och aktieägare i Elementica med anledning av Erbjudandet, ska regleras och tolkas enligt svensk rätt. Tvist rörande Erbjudandet eller sådana avtal, eller som uppkommer med anledning därav, ska avgöras exklusivt av svensk domstol, varvid Stockholms tingsrätt ska utgöra första instans.

Information till aktieägare bosatta utanför Sverige

Erbjudandet riktar sig inte till personer vars deltagande förutsätter att erbjudandehandling upprättas eller registrering sker eller att någon annan åtgärd företas utöver vad som krävs enligt svensk rätt.

Denna erbjudandehandling och annan dokumentation hänförlig till Erbjudandet kommer inte att distribueras och får inte postas eller på annat sätt distribueras eller sändas in eller till något land där distribution eller erbjudande skulle förutsätta att sådana ytterligare åtgärder företas eller där detta skulle strida mot tillämpliga lagar eller regler. Bahnhof kommer inte att tillåta eller godkänna någon sådan åtgärd. Om någon söker acceptera Erbjudandet som ett resultat av att direkt eller indirekt ha överträtt dessa restriktioner kan accepten komma att lämnas utan avseende.

Erbjudandehandlingen utgör inte ett Erbjudande, vare sig direkt eller indirekt, i Australien, Hong Kong Japan, Kanada, Nya Zeeland, Schweiz, Singapore, Sydafrika eller USA eller andra länder där ytterligare dokumentation, andra registreringsåtgärder eller andra åtgärder än de som följer svensk rätt ("Begränsad Jurisdiktion") genom post, något kommunikationsmedel som används vid nationell eller internationell handel eller vid någon nationell börs eller handelsplats eller genom något annat kommunikationsmedel (inklusive och utan begränsning: telefax, epost, telex, telefon och Internet) i en Begränsad Jurisdiktion och Erbjudandet kan inte accepteras och aktier får inte överlåtas genom något sådant kommunikationsmedel i eller från en Begränsad Jurisdiktion eller av en person som befinner sig eller är bosatt i en Begränsad Jurisdiktion, om inte tillåtet enligt något undantag. Varken denna erbjudandehandling eller annan dokumentation avseende Erbjudandet kommer att, och får inte, skickas, postas eller distribueras på något annat sätt i en Begränsad Jurisdiktion. Banker, mäklare, återförsäljare eller andra personer som innehar aktier för personer i Begränsade Jurisdiktioner får inte vidarebefordra Erbjudandet eller något annat dokument som erhållits i samband med Erbjudandet till sådana personer.

Varje försök till överlåtelse av aktier i Erbjudandet som direkt eller indirekt är ett resultat av en överträdelse av dessa restriktioner är ogiltigt och varje försök att överlåta aktier av en person som befinner sig i en Begränsad Jurisdiktion eller av ombud, förvaltare eller annan mellanhand som agerar på icke-diskretionär basis för en huvudman som lämnar instruktioner inom eller från en Begränsad Jurisdiktion är ogiltigt och kommer inte att accepteras, om inte tillåtet enligt något undantag.

Varje innehavare av aktier och som deltar i Erbjudandet kommer intyga att de inte är från, befinner sig eller deltar i Erbjudandet från en Begränsad Jurisdiktion samt att de inte på icke-diskretionär basis agerar på uppdrag från en huvudman som är från, befinner sig i eller ger en order om att delta i Erbjudandet från en Begränsad Jurisdiktion, om inte tillåtet enligt något undantag. Bahnhof kommer inte att utbetala någon köpeskilling enligt Erbjudandet i eller till en Begränsad Jurisdiktion, om inte tillåtet enligt något undantag.

Innehåll

1.Erbjudande till aktieägarna i Elementica AB.....	4
2.Bakgrund och motiv.....	5
3.Värdering av det oberoende revisionsbolaget EY.....	3
4.Villkor och anvisningar.....	17
5.Kontaktuppgifter.....	19

Erbjudandet i sammandrag

Vederlag:	23,00 kronor kontant för varje aktie i Elementica AB.
Acceptfrist:	Den 3- 30 december 2019
Beräknad likviddag:	Den 7-21 januari 2020

1. ERBJUDANDE TILL AKTIEÄGARNA I ELEMENTICA AB

INLEDNING

Den 30 oktober 2019 offentliggjorde Bahnhof AB (publ) (org.nr 556519-9493) ("Bahnhof") ett erbjudande till aktieägarna i Elementica Data Construction AB (publ) (org.nr 556715-9495) ("Elementica" eller "Bolaget") att överlåta samtliga sina aktier i Elementica till Bahnhof ("Erbjudandet"). Aktierna i Elementica är inte noterade på någon handelsplats (onoterade).

VEDERLAG

Bahnhof erbjuder 23,00 kronor kontant för varje aktie i Elementica. Bahnhof kommer inte att höja priset i Erbjudandet.

VÄRDERING

Det pris som Bahnhof erbjuder stöds av en värdering från den oberoende revisionsbyråen EY.

ERBJUDANDETS TOTALA VÄRDE

Det totala värdet av Erbjudandet, baserat på de 3 miljoner aktier i Elementica som inte ägs av Bahnhof, uppgår till 69 miljoner kronor. 1

ERBJUDANDETS FINANSIERING

Vederlaget som betalas i samband med Erbjudandet finansieras genom Bahnhofs egna medel och befintliga kreditfaciliteter. Bahnhof har därmed tillräckliga medel för att fullt ut täcka vederlaget som ska betalas i Erbjudandet och följaktligen är fullföljandet av Erbjudandet inte villkorat av finansiering.

ACCEPTNIVÅ I ERBJUDANDET

Erbjudandets fullföljande är villkorat av att Erbjudandet accepteras i sådan utsträckning att Bahnhof blir ägare till aktier motsvarande mer än 90 procent av det totala antalet utestående aktier i Elementica. Bahnhof förbehåller sig rätten att frånfalla detta villkor och att fullfölja Erbjudandet vid en lägre acceptansnivå.

VISSA NÄRSTÅENDEFRÅGOR M.M.

Två ledamöter i Elementicas styrelse, Jon Karlung och Andreas Norman är även verksamma och styrelseledamöter i Bahnhof. Jon Karlung och Andreas Norman är dessutom styrelseledamöter i K.N. Telecom som är störste aktieägare i Bahnhof. Till följd av det närståendeförhållande som därmed föreligger mellan Bahnhof och K.N. Telecom är Bahnhof skyldigt att låta en extra bolagsstämma i Bahnhof fatta beslut om Bahnhofs förvärv av K.N. Telecoms aktier i Elementica. Jon Karlung och Andreas Norman har inte deltagit i och kommer inte att delta i Bahnhofs beslut avseende Erbjudandet.

K.N. Telecom har åtagit sig att acceptera Erbjudandet.

Erbjudandet är villkorat av att extra bolagsstämma i Bahnhof godkänner Erbjudandet. Extra bolagsstämma planeras att hållas den 3 december 2019.

BAHNHOF S AKTIEÄGANDE I ELEMENTICA

Bahnhof äger 8 miljoner aktier (2 miljoner aktier av serie A och 6 miljoner aktier av serie B) i Elementica, vilket motsvarar 72,73 procent av det totala antalet aktier i Elementica. Varken Bahnhof eller någon av dess närstående parter har förvärvat några aktier i Elementica under de sex månader som föregått Erbjudandets offentliggörande, eller efter Erbjudandets offentliggörande men före publicering av erbjudandehandlingen, och innehar inte några finansiella instrument i Elementica som innebär en finansiell exponering jämförbar med innehav av aktier i Elementica.

GODKÄNNANDEN FRÅN MYNDIGHETER

Enligt Bahnhofs bedömning kommer transaktionen inte att kräva något särskilt godkännande av myndigheter i Sverige.

2. BAKGRUND OCH MOTIV

Projektet Elementica, att bygga datahall som är skräddarsydd för storskaliga molntjänster med en grön profil, har mycket stor potential.

Projektet har fått uppmärksamhet internationellt och kommer sannolikt bli ledande genom att sätta ljuset på IT-tjänster som drivs 100 procent klimatsmart - och samtidigt är kompromisslöst när det gäller extrem prestanda för datakraft, kraftfulla beräkningskluster och höghastighetsnät. Tänkbara kunder är allt från utländska molnjättar till stora svenska företag och offentlig sektor (inte minst högskola med närheten till KTH). Marknaden för projektet är belägen vid hjärtat av centrala Stockholms infrastruktur, och inom ett par hundra meters avstånd finns hjärtat i Stockholms kraftförsörjning och fjärrvärmenät som i sin tur möjliggör värmeåtervinning från datahallen. Det här är en plats som på många sätt är unik, och som möjliggör ultrasnabba fiberförbindelser med låg latens till skillnad mot andra datacenter och anläggningar i förorter. Miljöprofilen för området ligger även i linje med den profil som gäller för hela Norra Djurgårdsstaden, som har satt extremt höga hållbarhetskrav. Elementica kommer här med råge uppfylla de krav man kan ställa på IT-tjänster.

Det finns mycket stora fördelar med Bahnhof som ensam ägare. Det kommer skapa god värdetillväxt i Bahnhof.

För att realisera Elementica-projektet krävs en stark ägare både med tekniska och finansiella muskler. Det är omöjligt att driva ett projekt av den här gigantiska storleken - där investeringar i slutändan kan handla om flera hundra miljoner kronor - utan att bygga upp ett separat företag med egen styrelse, egen ledning och behov av ny kapitalanskaffning. Den ursprungliga planen var att särnotera bolaget Elementica. Det var motivet till att det genomfördes en ägarspridning till externa ägare (sedan tidigare var både K.N. Telecom och Bahnhof AB) ägare i Elementica, vilket också beskrevs utförligt i det ursprungliga projektet. I efterhand har det visat sig orealistiskt att på ett affärsmässigt fördelaktigt sätt åstadkomma detta. Värdetillväxt och fortsatt rörelse i projektet kräver helt enkelt en stark ägare, som både personellt och tekniskt, klarar att driva ett projekt i den här storleken.

Med Bahnhof som ensam ägare säkerställs finansieringar och den tekniska kompetensen i projektet. Bahnhof har i egen regi byggt ett antal datahallar och har mångårig erfarenhet och spetskompetens som handlar om klimatsmarta lösningar. Det är inte ett alternativ att behålla nuvarande struktur. Det skulle i så fall ge negativa effekter genom att flera korsvisa och komplicerade avtal skulle behöva upprättas mellan moderbolaget Bahnhof och Elementica avseende byggnationen, för såväl personal som teknik. Dessutom skulle Elementica behöva en fristående och helt egen ledning och styrelse. Den samlade bilden är att allt detta skulle orsaka oproportionerligt stora kostnader och i praktiken omöjliggöra hela projektet.

Vägen framåt - synergi och värdetillväxt i Bahnhof

Projektet Elementica har de senaste åren utförligt beskrivits inom ramen för huvudägaren - Bahnhofs kvartalsrapporter. Under en längre tid har det vuxit fram en strategisk plan, där Bahnhof ensam står vid rodet. Fördelarna är stora, och Bahnhof kan då tillgodose synergieffekterna mellan bolagen. Kostnaderna minskar väsentligt och det blir även möjligt att inom ramen för Elementica driva hela Bahnhofs egen tjänsteportfölj med ultrasnabba moln- och fibertjänster till marknaden. Den samlade bedömningen är därför att den bästa värdetillväxten kommer att ske med en stark ägare. Med nuvarande ägarbild är risken betydande att hela projektet avstannar och i praktiken minskar i värde. Både aktieägare i Bahnhof och de som idag finns i Elementica har därför allt att vinna på att genomföra affären, och framgent driva Elementica som ett helägt dotterbolag till Bahnhof.



Elementica värdeutlåtande

Bahnhof AB (publ)

Räkenskapsår	2019
Datum	14 februari 2019
Till	Jon Karlung, Bahnhof AB
Från	Björn Gustafsson, Korosh Sahami, Ernst & Young AB (EY)
Angående	Utlåtande om värdet av Elementica Data Center Construction AB

1 Bakgrund

Elementica Data Center Construction AB ("Elementica" eller "Företaget") grundades av Bahnhof AB och dess moderbolag K.N. Telecom AB. Syftet med verksamheten är att bygga och driva ett datacenter i Stockholm med "grön" profil. Hösten 2015 genomfördes en nyemission till cirka 1 500 nya aktieägare som totalt tecknade cirka 9% av aktierna i bolaget. Sedan emissionen genomfördes har implementeringen av Företagets affärsplan gått långsammare än planerat. Vidare har Bahnhof och Företaget kommit till insikten att det skulle vara ineffektivt att bygga upp parallella organisationer. Bahnhof har av dessa anledningar beslutat att försöka köpa tillbaka minoritetsaktierna.

I samband detta behöver Bahnhof för sin interna beslutsprocess och ägarstyrning säkerställa att planerat återköpspris om 22 kr per aktie – detsamma som vid emissionen 2015 – inte avviker väsentligt från marknadsvärdet.

EY:s uppdrag är att utföra en oberoende bedömning av huruvida ett marknadsvärde på bolaget i nuläget kan antas väsentligen avvika från det aktiepris man planerar att erbjuda minoritetsägarna, samt att dokumentera analys och slutsatser i en skriftlig rapport.

Värdebedömningen har sin utgångspunkt i det pris som överenskoms vid emissionstillfället hösten 2015, och bygger på en analys av de projekt- och marknadsspecifika värde drivare som kan ha förändrats sedan dess. Vi har fokuserat på att göra en kvalitativ bedömning, detta på grund av att projektets tidiga skede gör det svårt att bedöma vilket utfall som är det mest sannolika, vilket i sin tur gör det komplicerat att analysera värdet kvantitativt med precision.

2 Källor

De källor vi använt för detta uppdrag är följande:

- Elementica emissionsprospekt från 2015
- Elementica preliminärt bokslut för 2018
- Årsredovisningar för Elementica
- Intervjuer med Jon Karlung, VD för Bahnhof och Elementica

3 Historik

3.1 Situationen vid emissionen i november 2015

Ett prospekt togs fram inför emissionen hösten 2015. Detta presenterade bland annat följande förutsättningar, planer och bedömningar:

- Syfte att etablera en av Europas största serverhallar
- Grön profil tack vare nyttiggörandet av spillvärmens genom leverans till fjärrvärmensätet
- En fullt utbyggd och slutsåld anläggning har ett uppskattat marknadsvärde på drygt 3 miljarder kr
- Total projektkostnad 750 Mkr
- Tecknat markanvisningsavtal med Stockholms stad rörande option att förvärva en tomt i Hjorthagen för 28 Mkr
- Förhandlat affärsmässiga förutsättningar beträffande värmeåtervinning med fjärrvärmebolaget Fortum Värme och elnätbolaget Ellevio
- Tre projektfaser:
 1. Framtagning av koncept, bygglov och grundläggande konstruktionsritningar (uppges vara klart vid emissionen)
 2. Emission, detaljplanering och införsäljning till internationell kundbas (2015/2016)
 3. Lånefinansiering (som förutsätter kundkontrakt på minst 25 % av den totala ytan), byggnation (2016/2017) och driftsättning (2018/2019)
- Kapitalet från emissionen ska användas till marknadsföring och försäljning
- En riskanalys framhöll risken för att försäljningen kan gå trögare än beräknat samt att lånefinansiering ej erhålls

Totalt tecknades 1 miljon B-aktier, motsvarande 9,1 % av totalt antal aktier, i emissionen 2015 till ett pris av 22 kr per aktie. Emissionen innebar alltså en värdering på Elementica om 242 Mkr post money.

Enligt Jon Karlung var prissättningen av emissionen från Bahnhofs sida inte grundad i någon konkret värderingsanalys, utan bestämdes utifrån hur mycket pengar man behövde för Fas 2 och vilken värdering man bedömde att man själv och marknaden kunde acceptera.

Emissionsprospektet innehåller en investeringskalkyl som dock inte nämner något konkret värde, utan låter läsaren göra sin egen analys. EY har därför diskonterat den kassaflödeskalkyl som presenteras i prospektet med 6 % diskonteringsränta, vilket är vad prospektet indirekt anger.¹ Kalkylen redovisar endast kassaflödena för de tio första åren. Enligt vår erfarenhet antas livslängden på serverhallar vanligtvis uppgå till ca 20 år, vilket också är det antagandet som vi har gjort, tillsammans med ett schablonmässigt beräknat restvärde om 50 Mkr.² Detta ger ett nuvärde den 1/1 2016 på cirka 500 Mkr.

Vi beräknar internräntan på projektet (dvs. den kalkylränta som ger ett projektvärde på 242 Mkr) till 8,7 %, se appendix.

För att nå ett företagsvärde om 3 miljarder måste lönsamheten under de sista tio åren vara väsentligt mycket högre i kombination med ett lägre investeringsbehov, alternativt måste ett terminalvärde antas.

Investerarna kan alltså ha föreställt sig en betydande potential för värdestegring vid ett lyckat genomförande av projektet med fullt utbyggd och fullt uthyrd kapacitet som lånefinansieras med en mindre del eget kapital.

3.2 Utveckling sedan hösten 2015 samt nuläge

Företaget genomförde ett antal kvalificerade kundkontakter med stora internationella Internetföretag. Trots visst intresse stod det dock klart att dessa inte var beredda att teckna kontrakt med mindre än att projektet blev mer konkret i form av tomt och byggnad, vilket var en missräkning för Företaget. I motsats till vad som antydde i prospektet var bygglovet inte färdigt före emissionen, utan det tog längre tid än förväntat att erhålla detta.

¹ Själva diskonteringsräntan nämns inte, men väl diskonteringsfaktorn. EY bedömer 6 % WACC som rimlig förutsatt ett projektfinansieringsupplägg.

² Förlängningen av prognosen baseras på en extrapolering av omsättningen med en tillväxttakt om 2 % med bibehållen lönsamhet och avtagande investeringstakt (se appendix). Restvärdet utgörs av 10% av investeringskostnaden uppräknad med 2% inflation.

Det tog också längre tid än befarat att köpa den anvisade tomten. När den väl köptes i december 2018 blev tomten 20% mindre än planerat, och priset i motsvarande mån lägre.

Designritningar och tekniska utredningar fördjupades också efter emissionen. Kostnaden för att uppföra en byggnad bedöms till 300 Mkr. Utrustning för den första etappen bedöms kosta i storleksordningen 100 Mkr.

Nu står Företaget inför en rivning av den befintliga byggnaden på tomten, vilket beräknas kosta cirka 10 Mkr.

Bahnhof befinner sig alltså i en situation där projektet är försenat med cirka tre år och de kommersiella förutsättningarna ter sig mer osäkra än 2015. Dock är tomten nu inköpt, vilket innebär en osäkerhet mindre.

Det enda som har substans i nuläget är tomten, bygglovets och i viss mån de tekniska utredningarna³. Några kunder eller andra goodwillvärden finns inte.

Bahnhof/Elementica har också kommit till insikt om att det är ineffektivt att driva Elementica och Bahnhof som två separata organisationer eftersom kontaktytorna är så stora.

Byggplanerna har också blivit mer flexibla jämfört med vad som kommunicerades i prospektet. Kapacitetsmålet har reducerats något, och det finns en öppenhet för att även erbjuda kontorslokaler i fastigheten, på bekostnad av serverkapaciteten.

Bahnhof har således beslutat att sondera förutsättningarna för att erbjuda minoritetsägarna att sälja tillbaka sina aktier för samma pris man betalt, 22 kr per aktie.

³ Värdet på dessa förutsätter att tomten används till det ändamål som planerats, dvs. en serverhall.

3.3 Aktuell balansräkning

Elementicas balansräkning enligt preliminärt bokslut 2018-12-31 har nedanstående utseende:

Elementica balansräkning

<i>Mkr</i>	2018-12-31
Immateriella anläggningstillgångar	4,8
Mark	22,3
Kassa och bank	9,9
Summa tillgångar	37,0
Eget kapital	21,7
Långfristig skuld till Bahnhof	15,0
Kortfristiga skulder	0,3
Summa eget kapital och skulder	37,0

Tillgångarna utgörs av tomten värd 22 Mkr, en kassa på cirka 10 Mkr samt immateriella anläggningstillgångar i form av tekniska utredningar och andra aktiverade projektkostnader. Finansieringen består huvudsakligen av eget kapital på cirka 22 Mkr samt ett lån från Bahnhof på 15 Mkr.

4 Analys

Eftersom en konkret värderingsanalys från emissionstidpunkten 2015 saknas är det vanskligt att göra en kvantitativ analys av värdeutvecklingen. Vi väljer därför att föra ett resonemang utifrån kvalitativa faktorer utifrån två perspektiv:

- Hur har marknaden utvecklats sedan hösten 2015?
- Hur har Elementica-projektet utvecklats sedan hösten 2015?

4.1 Marknadsutveckling

Marknadsutvecklingen för datacenter har generellt sett varit positiv. Underliggande faktorer som stadigt ökande efterfrågan på digitala tjänster, utvecklade IoT-funktioner⁴, autonoma fabriker m.m. talar även för en fortsatt stark tillväxt på lång sikt. Den globala kapaciteten förväntas öka från dagens ca 50 GW till drygt 80 GW år 2025. Dessutom har Norden i ett flertal sammanhang pekats ut som en lämplig plats för datacenter, bland annat p.g.a. det kalla klimatet, tillgången på elektricitet, och politisk stabilitet. Detta avspeglas även i den nordiska marknads förväntade tillväxt, där den totala

⁴ Internet of things

kapaciteten beräknas öka till nästan 600 MW år 2025 vilket skulle innebära en dubbling från dagens nivå.⁵

Denna trend bekräftas av de s.k. FAANG-bolagens⁶ etablering i Sverige. Exempelvis har Facebook byggt ut sitt datacenter i Luleå till ett av världens största, medan Google köpt en tomt i Horndal för att bygga ett datacenter. Amazon har byggt serverhallar i Västerås och Eskilstuna och nyligen köpt mark i Katrineholm. Dessa anläggningar brukar klassas som "build for purpose" och byggs ofta i egen regi tillskillnad från colocation-anläggningar, där ett utomstående företag erbjuder kapacitet till olika aktörer.

Colocation-segmentet skiljer sig på ett antal punkter från "build for purpose"-faciliteter och har därmed andra förutsättningar:

- *Marknaden är mer fragmenterad.* Det finns ett flertal små och stora aktörer som bygger datahallar och erbjuder kapacitet. Differentiering sker genom att erbjuda högre leveranssäkerhet av el, grön profilering och säkerhetsklassning.
- *Attraktiv finansiering är avhängig av kundkontrakt.* Datacenter lämpar sig väl för projektfinansiering p.g.a. att man kan avgränsa dess kassaflöden och ingå avtal med långa löptider, vilket ger goda förutsättningar till en attraktiv finansiering. Idag erbjuds belåningsgrader på upp till 70 % med en ränta på omkring 3 %. Dock förutsätter detta att man kontrakterat en stor del av den totala kapaciteten till en kreditvärdig motpart och att projektbolaget ingått ett fastpriskontrakt beträffande elen. Dock kan kraven lättas upp om projektet har en moderbolagsgaranti.
- *Konkurrensen är många gånger hög.* Segmentets fragmenterade karaktär avspeglar sig även i projektens framdrift och tidvis låga lönsamhet. För närvarande är det många projektutvecklare som letar efter samma typ av kunder, d.v.s. större kunder som har behov av stor kapacitet. Kunder med mindre behov kan i många fall utnyttja den kapacitet som redan finns i färdigbyggda datacenter. Detta skapar ett dilemma då kunder inte vill engagera sig i projekt som inte är långt gångna och banker inte vill finansiera projekt som inte har redan ingångna kundavtal.

Datacenterbranschen omfattas sedan 2016 av den låga elskatt som betalas av elintensiv industri, vilket är en positiv utveckling för branschen.

⁵ COWI, Analysis of Data Centre Investment Opportunities in the Nordic Countries (2018).

⁶ Facebook, Amazon, Apple, Netflix och Google

Sammanfattningsvis ter sig marknadsförutsättningarna ungefär lika goda som hösten 2015, med reservation för att colocation-segmentet möjligen saknar delar av det kundunderlag som behövs för att utbyggnaden skall ske den takt man förväntade sig 2015.

4.2 Utveckling Elementica

Situationen jämfört med hösten 2015 är att tomten nu är köpt (vilket det fanns ett intentionsavtal om redan 2015) samt att tekniska utredningar fördjupats och bygglov erhållits.

Projektet är dock cirka tre år försenat, delvis på grund av stadens hantering av projektet varit långsammare än förväntat. Företaget har vidare inte varit framgångsrika med att knyta upp kunder, vilket har visat sig svårare än förväntat med mindre än att projektet konkretiseras mer.

4.3 Sammanfattning av positiva och negativa värdepåverkande faktorer

Tabellen nedan sammanfattar utvecklingen av positiva respektive negativa värdepåverkande faktorer i förhållande till situationen hösten 2015.

Positiva	Negativa
<ul style="list-style-type: none"> • Tomten köpt (huvudsakligen finansierad med lån från Bahnhof) • Bygglov erhållet 	<ul style="list-style-type: none"> • Inga kunder, men en insikt om att projektet måste bli mer konkret innan kunder kan attraheras • Om kunder ej kan kontrakteras innan byggnaden är klar innebär detta dyrare finansiering (sannolikt inga banklån utan en modebolagsgaranti) och lägre avkastning på eget kapital • Om användningsområdet omorienteras mot kontor innebär detta sannolikt lägre avkastning än planerat • Mindre tomt än planerat, vilket ger mindre kapacitet och intäkter än planerat • Insikt om att separata organisationer är ineffektivt

4.4 SWOT-analys

Nedan åskådliggörs en generell SWOT-analys över Elementica-projektet i nuläget.

Styrkor	Svagheter
<ul style="list-style-type: none"> • Fjärrvärmekoppling ger "grön" profil och lägre kostnader för kylning = konkurrensfördel • Tomt i attraktivt läge med bygglov och bra anslutningar för el och fjärrvärme • Stark industriell ägare med erfarenhet av att driva datacenter⁷ 	<ul style="list-style-type: none"> • Inga kunder, vilket innebär risk för sämre lönsamhet än planerat • Sannolikt minskat förtroende för projektet från investerarnas sida p.g.a. förseningar • Svårare med säkerhetsklassning p.g.a. läget vid en trafikled
Möjligheter	Hot
<ul style="list-style-type: none"> • Flexibilitet beträffande tomtens/byggnadens användningsområde 	<ul style="list-style-type: none"> • Konkurrens från andra datacenter • "Build for purpose" datacenter byggs i egen regi • Teknikutveckling kan innebära att datahallen blir obsolet

4.5 Slutsatser beträffande värdet

Vår uppfattning är att de negativa faktorerna väger tyngre än de positiva med avseende på eventuell värdeutveckling för Elementica sedan 2015.

Risken 2015 för att Företaget skulle misslyckas med att köpa tomten trots markanvisningsavtal får antas ha uppfattats som relativt begränsad, vilket innebär att detta positiva utfall inte bör ses som någon större positiv värdepåverkan eftersom man endast fullföljer planen från 2015.

Motgångarna med att attrahera kunder ter sig dock som en tyngre negativ faktor eftersom det tydligt låg i planen att göra detta, och de ekonomiska konsekvenserna kan vara väsentliga.

⁷ Bahnhof driver tre datacenter i Sverige

Projektet står idag i stort sett lika långt ifrån förväntade intäkter (cirka tre år) som hösten 2015.

Marknaden för datacenter är fortsatt stark (i termer av nybyggnation), men inte uppenbart starkare än 2015. Dessutom har en betydande del av nybyggnationen gjorts av FAANG-bolagen, vilket minskar den tillgängliga marknaden för colocation-datacenter.

Sammantaget framstår därför 22 kr per aktie inte som ett underpris.

Frågan om det är ett överpris är svårare att bedöma. Av de skäl som redogjorts för ovan framstår potentialen i projektet å ena sidan som mindre än den gjorde 2015. Å andra sidan betyder detta inte att värdet idag uppenbart är lägre än de 242 Mkr som den implicita värderingen var 2015, detta då investeringskalkylen visade på en betydande uppsida vid denna tidpunkt. Investerare idag kan hypotetiskt göra en bedömning att en värdering på 242 Mkr är rimlig i förhållande till den potential som fortfarande finns idag. För att kunna göra ta en tydligare ståndpunkt behöver en konkret affärsplan kvantifieras, något som legat utanför vårt uppdrag.

Dessutom ter sig denna typ av colocation-anläggning bättre lämpad att byggas i regi där ägaren är kapabel till att ställa ut de garantier som behövs. Detta underlättar upphandlingen av banklån om man saknar ingångna kundkontrakt. Därmed kan projektet ha ett högre värde om det ägs till 100 % av Bahnhof och dess moderbolag.

Slutsatsen är därmed att vi varken kan säga entydigt att det planerade återköpspriset är för lågt eller för högt, utan det förefaller vara av en rimlig storleksordning.

Appendix

Elementicas investeringskalkyl med ursprunglig kalkylränta, utvidgad av EY

Mkr	Kalkyl enligt prospekt											Extrapolering med 2 % omsättningstillväxt och behållen lönsamhet									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Intäkter	-	37,4	77,3	119,1	163,2	209,9	216,2	222,5	228,5	235,0	241,0	245,8	250,7	255,7	260,8	266,0	271,4	276,8	282,3	288,0	293,7
EBITDA	(1,5)	12,0	45,6	80,6	117,4	157,0	163,0	166,6	169,4	173,2	177,1	180,6	184,2	187,9	191,7	195,5	199,4	203,4	207,5	211,6	215,9
Avskrivningar	-	(41,3)	(58,3)	(75,3)	(91,0)	(100,3)	(69,4)	(52,4)	(44,7)	(38,2)	(38,2)	(39,0)	(39,8)	(40,5)	(41,4)	(42,2)	(43,0)	(43,9)	(44,8)	(45,7)	(46,6)
EBIT	(1,5)	(29,3)	(12,7)	5,3	26,3	56,7	93,6	114,2	124,7	135,0	138,9	141,7	144,5	147,4	150,3	153,3	156,4	159,5	162,7	166,0	169,3
Skatt	0,3	6,4	2,8	(1,2)	(5,8)	(12,5)	(20,6)	(25,1)	(27,4)	(29,7)	(30,6)	(31,2)	(31,8)	(32,4)	(33,1)	(33,7)	(34,4)	(35,1)	(35,8)	(36,5)	(37,2)
NOPLAT	(1,2)	(22,8)	(9,9)	4,1	20,5	44,2	73,0	89,1	97,3	105,3	108,3	110,5	112,7	115,0	117,3	119,6	122,0	124,4	126,9	129,5	132,0
Återläggning av avskrivningar	-	41,3	58,3	75,3	91,0	100,3	69,4	52,4	44,7	38,2	38,2	39,0	39,8	40,5	41,4	42,2	43,0	43,9	44,8	45,7	46,6
Investeringar	(442,3)	(85,0)	(85,0)	(78,8)	(46,4)	-	-	(46,4)	(46,4)	(46,4)	(46,4)	(47,3)	(48,2)	(49,2)	(50,2)	(51,2)	(52,2)	(53,2)	-	-	-
Fritt kassaflöde	(443,5)	(66,6)	(36,7)	0,7	65,2	144,5	142,4	95,2	95,6	97,2	100,2	102,2	104,2	106,3	108,4	110,6	112,8	115,1	117,7	119,1	120,6
Ar att diskontera	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0	14,0	15,0	16,0	17,0	18,0	19,0	20,0	21,0
Diskonteringsfaktor	0,943	0,890	0,840	0,792	0,747	0,705	0,665	0,627	0,592	0,558	0,527	0,497	0,469	0,442	0,417	0,394	0,371	0,350	0,331	0,312	0,294
Nuvärde av fritt kassaflöde till rörelsen	(418,4)	(59,3)	(30,8)	0,5	48,7	101,9	94,7	59,7	56,6	54,3	52,8	50,8	48,9	47,0	45,2	43,5	41,9	40,3	38,7	37,1	35,5
Tillväxt intäkter			106,6%	54,1%	37,1%	28,6%	3,0%	2,9%	2,7%	2,8%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA-marginal		32,0%	59,0%	67,7%	71,9%	74,8%	75,4%	74,9%	74,2%	73,7%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%
Avskrivningar i % av intäkter	110,3%	75,4%	63,2%	55,8%	47,8%	32,1%	23,6%	19,6%	16,3%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
EBIT-marginal	(78,3%)	(16,4%)	4,5%	16,1%	27,0%	43,3%	51,3%	54,6%	57,5%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%
Investeringar i % av intäkter	227,3%	110,0%	66,1%	28,4%	-	-	20,8%	20,3%	19,7%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	-	-	-
Skattesats	22,0%																				
WACC	6,0%																				
Nuvärde av prognosperiod	442,3																				
Nuvärde av restvärde	50,1																				
Företagsvärde 1/1 2016	492,5																				

Källa till indata 2016-2026: Bahnhof

Kommentarer:

- De första tio åren baseras på den kalkyl som presenterades vid emissionstillfället hösten 2015.
- De sista tio åren är en extrapolering med 2 % omsättningstillväxt och bibehållen lönsamhet.
- Investeringarna antas förbli 19,2 % av omsättningen fram till 2034, därefter antas de gå ner till noll.
- Restvärdet är beräknat som 10 % av samtliga investeringar uppräknat med 2 % årlig inflation till 2036 års nominella värde. Därefter har denna summa diskonterats med 6% WACC för att beräkna nuvärdet av restvärdet.

Uträkning av internränta (diskonteringsränta som ger 242 i projektvärde)

Mkr	Kalkyl enligt prospekt											Extrapolering med 2 % omsättningstillväxt och behållen lönsamhet									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Intäkter	-	37,4	77,3	119,1	163,2	209,9	216,2	222,5	228,5	235,0	241,0	245,8	250,7	255,7	260,8	266,0	271,4	276,8	282,3	288,0	293,7
EBITDA	(1,5)	12,0	45,6	80,6	117,4	157,0	163,0	166,6	169,4	173,2	177,1	180,6	184,2	187,9	191,7	195,5	199,4	203,4	207,5	211,6	215,9
Avskrivningar	-	(41,3)	(58,3)	(75,3)	(91,0)	(100,3)	(69,4)	(52,4)	(44,7)	(38,2)	(38,2)	(39,0)	(39,8)	(40,5)	(41,4)	(42,2)	(43,0)	(43,9)	(44,8)	(45,7)	(46,6)
EBIT	(1,5)	(29,3)	(12,7)	5,3	26,3	56,7	93,6	114,2	124,7	135,0	138,9	141,7	144,5	147,4	150,3	153,3	156,4	159,5	162,7	166,0	169,3
Skatt	0,3	6,4	2,8	(1,2)	(5,8)	(12,5)	(20,6)	(25,1)	(27,4)	(29,7)	(30,6)	(31,2)	(31,8)	(32,4)	(33,1)	(33,7)	(34,4)	(35,1)	(35,8)	(36,5)	(37,2)
NOPLAT	(1,2)	(22,8)	(9,9)	4,1	20,5	44,2	73,0	89,1	97,3	105,3	108,3	110,5	112,7	115,0	117,3	119,6	122,0	124,4	126,9	129,5	132,0
Aterläggning av avskrivningar	-	41,3	58,3	75,3	91,0	100,3	69,4	52,4	44,7	38,2	38,2	39,0	39,8	40,5	41,4	42,2	43,0	43,9	44,8	45,7	46,6
Investeringar	(442,3)	(85,0)	(85,0)	(78,8)	(46,4)	-	-	(46,4)	(46,4)	(46,4)	(46,4)	(47,3)	(48,2)	(49,2)	(50,2)	(51,2)	(52,2)	(53,2)	-	-	-
Fritt kassaflöde	(443,5)	(66,6)	(36,7)	0,7	65,2	144,5	142,4	95,2	95,6	97,2	100,2	102,2	104,2	106,3	108,4	110,6	112,8	115,1	171,7	175,1	178,6
År att diskontera	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0	11,0	12,0	13,0	14,0	15,0	16,0	17,0	18,0	19,0	20,0	21,0
Diskonteringsfaktor	0,920	0,846	0,779	0,716	0,659	0,606	0,558	0,513	0,472	0,435	0,400	0,368	0,338	0,311	0,286	0,264	0,242	0,223	0,205	0,189	0,174
Nuvärde av fritt kassaflöde till rörelsen	(408,0)	(56,4)	(28,5)	0,5	43,0	87,6	79,5	48,9	45,2	42,2	40,0	37,6	35,3	33,1	31,1	29,1	27,4	25,7	35,2	33,1	31,0
Tillväxt intäkter			106,6%	54,1%	37,1%	28,6%	3,0%	2,9%	2,7%	2,8%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
EBITDA-marginal		32,0%	59,0%	67,7%	71,9%	74,8%	75,4%	74,9%	74,2%	73,7%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%	73,5%
Avskrivningar i % av intäkter		110,3%	75,4%	63,2%	55,8%	47,8%	32,1%	23,6%	19,6%	16,3%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%	15,9%
EBIT-marginal		(78,3%)	(16,4%)	4,5%	16,1%	27,0%	43,3%	51,3%	54,6%	57,5%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%	57,6%
Investeringar i % av intäkter		227,3%	110,0%	66,1%	28,4%	-	-	20,8%	20,3%	19,7%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	-	-	-
Skattesats	22,0%																				
WACC	8,7%																				
Nuvärde av prognosperiod	212,4																				
Nuvärde av restvärde	29,6																				
Företagsvärde 1/1 2016	242,0																				

Källa till indata 2016-2026: Bahnhof

4. VILLKOR OCH ANVISNINGAR

ERBJUDANDE

Aktieägarna i Elementica erbjuds 23,00 kronor kontant per aktie i Elementica. Bahnhof kommer inte att höja priset i Erbjudandet.

VILLKOR FÖR ERBJUDANDET

Fullföljande av Erbjudandet är villkorat av:

1. Att Erbjudandet accepteras i sådan utsträckning att Bahnhof blir ägare till aktier som representerar mer än 90 procent av det totala antalet utestående aktier i Elementica;
2. Erbjudandet är villkorat av att extra bolagsstämman i Bahnhof godkänner Erbjudandet.
3. Att varken Erbjudandet eller förvärvet av Elementica helt eller delvis omöjliggörs eller väsentligen försvåras av lagstiftning eller annan reglering, domstolsavgöranden, myndighetsbeslut eller motsvarande omständighet och som Bahnhof inte rimligen hade kunnat förutse vid tidpunkten för Erbjudandets offentliggörande;
4. Att inga omständigheter, som Bahnhof inte hade kännedom om vid tidpunkten för Erbjudandets offentliggörande, har inträffat som väsentligt negativt påverkar, eller kan förväntas väsentligt negativt påverka, Elementicas försäljning, resultat, likviditet, soliditet, eget kapital eller tillgångar;

Bahnhof förbehåller sig rätten att återkalla Erbjudandet för det fall det står klart att något av ovanstående villkor inte uppfyllts eller kan uppfyllas. Såvitt avser villkor 3-4 ovan får emellertid ett sådant återkallande av Erbjudandet endast ske under förutsättning att den bristande uppfyllelsen av ett sådant villkor är av väsentlig betydelse för Bahnhofs förvärv av Elementica eller om det annars godkänns av Aktiemarknadsnämnden. Bahnhof förbehåller sig rätten att frångå, helt eller delvis, ett eller flera av villkor 1 samt 3-4 ovan, inklusive, med hänsyn till villkor 1 ovan, att fullfölja Erbjudandet till en lägre acceptansnivå.

ACCEPT OCH ANMÄLAN

Aktieägare vars aktier är upptagna i aktieboken hos Elementica och som önskar acceptera Erbjudandet ska under perioden från och med den 3 december 2019 till och med den 30 december 2019 klockan 17.30 under teckna och lämna in korrekt ifylld anmälningssedel till den på anmälningssedeln angivna adressen. Erbjudandet skickas ut till aktieägare som är upptagna i aktieboken per den 3 december 2019 och det är endast de aktieägarna som kommer att få likvid utbetald om de accepterar erbjudandet.

Anmälningssedeln måste lämnas in eller sändas i god tid före sista dagen under acceptfristen för att kunna vara Bahnhof tillhanda i original senast den 30 december 2019.

Erbjudandehandlingen, en förtryckt anmälningssedel och ett förfrankerat svarskuvert kommer att sändas till berörda aktieägare och aktuellt aktieinnehav i Elementica kommer att vara förtryckt på anmälningssedeln. Varje aktieägare som erhåller en anmälningssedel bör kontrollera att de förtryckta uppgifterna är korrekta.

Vänligen observera att felaktiga eller ofullständiga anmälningssedlar kan komma att lämnas utan avseende. Inga ändringar får göras i texten på den förtryckta anmälningssedeln.

ACCEPTFRIST OCH RÄTT TILL FÖRLÄNGNING AV ERBJUDANDET

Acceptfristen för Erbjudandet löper från och med den 3 december 2019 till och med den 30 december 2019.

Bahnhof förbehåller sig rätten att förlänga acceptfristen liksom att senarelägga tidpunkten för redovisning av likvid. Meddelande om sådan förlängning eller senareläggning kommer att offentliggöras av Bahnhof genom pressmeddelande och på Bahnhofs samt Elementicas hemsida.

REDOVISNING AV LIKVID

Redovisning av likvid kommer att påbörjas så snart Bahnhof offentliggjort att villkoren för Erbjudandet har

uppfyllts eller Bahnhof annars har beslutat att fullfölja Erbjudandet. Under förutsättning att sådant offentliggörande sker senast omkring den 30 december 2019, beräknas redovisning av likvid kunna påbörjas omkring den 7 januari 2020. Redovisning av likvid sker genom att de som accepterat Erbjudandet tillsänds en avräkningsnota.

Likvidbeloppet betalas till det bankkonto som berörd aktieägare har uppgivit i sin inskickade anmälningsedel. Om bankkontot är felaktigt kommer detta ses som en ofullständig anmälningsedel och kan komma att lämnas utan avseende.

I anmälningssedeln kommer aktuell mailadress att efterfrågas. Detta för att bekräfta att anmälningssedeln har mottagits, att likvid är utbetald och att ägaren har blivit avregistrerad som ägare i Elementicas aktiebok.

TVÅNGSINLÖSEN OCH AVNOTERING

Så snart som möjligt efter att Bahnhof har förvärvat aktier som representerar mer än 90 procent av det totala antalet aktier i Elementica, kan Bahnhof komma att påkalla tvångsinlösen i enlighet med aktiebolagslagen (2005:551) i syfte att förvärva samtliga resterande aktier i Elementica.

FRÅGOR OM ERBJUDANDET

Se Bahnhofs sida om Investor Relations: <https://www.bahnhof.se/om/bolag>



5. KONTAKTUPPGIFTER

ELEMENTICA AB
Box 7702
103 95 Stockholm
<https://www.elementica.se/>

BAHNHOF AB
Tunnelgatan 2
111 37 Stockholm
<https://www.bahnhof.se/>

info@elementica.se