

# Bahnhof: Greta calling?

## ANALYS

Bahnhof  
19 februari,  
2020

Björn Rydell

**Bredbandsoperatören fortsätter sin fina tillväxt och kundintaget är stabilt. Fortsätter trenden så är det en bra uppsida i aktien. Elementica-satsningen är lite av ett lotteri men det är inte dragning på riktigt förrän om cirka två år. Och under tiden är det en lottsedel som kan ge en klimatpositiv nimbus åt aktien.**



Elementica är Bahnhofs klimatsmarta datahallsprojekt. Tanken är att bygga en stor datahall i Hjorthagen i Stockholm där överskottsvärme från datorerna ska kunna återanvändas i fjärrvärmenätet. Elementica är ett publikt men onoterat bolag. Bahnhof håller på att förvärva aktier i bolaget för att återigen göra Elementica till ett helägt dotterbolag.

### Bahnhof

Börskurs: 26,75 kr

Antal aktier: 107,6 m

Börsvärde: 2 877 Mkr

Nettokassa: 301 Mkr

VD: Jon Karlung

Styrelseordförande: Andreas Norman

### Børsplus huvudscenario

	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	1 293	1 461	1 637	1 817
- Tillväxt	+13,7%	+13,0%	+12,0%	+11,0%
Rörelseresultat	140	168	192	218
- Rörelsemarginal	10,8%	11,5%	11,8%	12,0%
Resultat efter skatt	109	131	150	169

Vinst per aktie	1,02	1,22	1,39	1,57
Utdelning per aktie	0,60	0,70	0,75	0,80
Direktavkastning	2,2%	2,6%	2,8%	3,0%
Avkastning på eget kapital	31%	29%	27%	27%
Operativt kapital/omsättning	0%	1%	1%	1%
Nettoskuld/EBIT	-2,2	-2,6	-2,6	-2,7
P/E	26,3	21,9	19,2	17,0
EV/EBIT	18,4	15,3	13,4	11,8
EV/Sales	2,0	1,8	1,6	1,4

Bahnhof (**26,75 kr**) levererar bredband, telefoni och molntjänster till privat- och företagskunder i Sverige. Privatmarknaden står för cirka cirka 65 procent av intäkterna och företagsidan för den resterande tredjedelen.

Vi på Børsplus har skrivit om Bahnhof ett otal gånger. Sök i [analysarkivet](#) för alla läsa mer om bolaget. Vi har sedan i maj ifjol ett köpråd på aktien som är upp cirka 20 procent sedan dess.

**Bahnhof** sticker ut med en tydlig profil som "förkämpe i integritetsfrågor" och har en marknadsandel på ungefär 10 procent i Sverige. Tillsammans med Telia, Telenor, Tele2 (äger numera även ComHem) och Bredband2 har de fem största aktörerna 80 procent av marknaden för fiberabonnemang. Trenden de senaste åren är att mindre aktörer tar marknadsandelar av stora spelare som Telia och Telenor.

Igår presenterade Bahnhof räkenskaperna för 2019. Aktien steg 7 procent på beskedet. Finns mer uppsida?

Bahnhof har uppvisat en stark tillväxttakt de senaste åren i takt med den ökade fiberpenetrationen. I slutet på 2016 satte Regeringen upp ett mål om att 95 procent av alla hushåll och företag bör ha tillgång till bredband om minst 100 Mbit/s år 2020. I slutet på 2018 hade 77 procent av alla hushåll tillgång till fiber. Siffrorna för 2019 är ännu inte publicerade. Men marknadstillväxten kommer sakta in kommande år.

**2019 ökade** Bahnhof omsättningen med knappt 14 procent mot föregående år. Rörelsemarginalen blev 10,8 procent. Det var något lägre än bolaget prognos om en tillväxttakt på omkring 15 procent och en rörelsemarginal på cirka 12 procent. En orsak till den lägre marginalbildningen är att nätägarna (Skanova och EQT-ägda IP-Only) höjde priserna under första halvan av 2019.

Rörelsemarginalen var dock starkare under andra halvan av året till följd av prishöjningar ut mot slutkonsument från Bahnhof. Vi på Børsplus brukar lite då och då ta stickprov på priser för bredband hos några olika operatörer. Vi upplever generellt att prisbildningen är på väg upp.

Nedan följer en jämförelse mot börskollegan och konkurrenten Bredband2.

#### Rond 1: Kundintag.

Kundintag (antal st)	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Helår 2018	Helår 2019
Bahnhof	12 967	9 335	7 767	8 122	36 395	38 280
Bredband2	3 100	3 300	5 000	2 000	7 000	13 400

Här går Bahnhof på knockout mot Bredband2. Bahnhof tog in över 38 200 kunder 2019 vilket är cirka 2000 mer än 2018. I slutet på året hade Bahnhof 357 000 kunder.

Bredband2s kundintag 2019 landade på 13 400 kunder en bra ökning mot 7000 året innan. Bredband2 tappade dock cirka 5000 kunder i fjärde kvartalet 2018 vilket var en engångsgrej. I slutet på 2019 hade Bredband2 237 000 privatkunder.

#### Rond 2: Tillväxttakt

Omsättningstillväxt	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Helår 2018	Helår 2019
---------------------	---------	---------	---------	---------	------------	------------

Bahnhof	9,4%	13,1%	15,1%	16,7%	14,5%	12,9%
Bredband2	10,6%	12,0%	12,8%	11,6%	13,9%	11,8%

Både Bahnhof och Bredband2 uppvisar fin tillväxt. Även om tillväxttakten sjönk något under fjolåret jämfört med 2018. Vi tror att båda bolagen har goda förutsättningar att uppvisa en solid tillväxttakt även framgent. Vår teori om att prisbilden skall upp ytterligare är en viktig komponent och tillväxt drivare.

### Rond 3: Ebit-marginal

Rörelsemarginal	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Helår 2018	Helår 2019
Bahnhof	10,3%	9,7%	11,8%	11,4%	12,5%	10,8%
Bredband2	6,5%	6,3%	9,7%	7,8%	6,9%	7,6%

Marginalmässigt vinner Bahnhof även här. En förklaring till den högre marginalbilden är sannolikt att Bahnhof är något större. Även produktmix och kundmix är faktorer som inverkar. Båda bolagen har dessutom en stark finansiell ställning med nettokassa. Sammantaget går Bahnhof som tydlig vinnare i alla tre ronder.

**Åter till Bahnhof.** Bolaget har under ett antal år sysslat med datahallsprojektet Elementica. Tanken är att bygga en stor datahall i Hjorthagen i Stockholm där överskottsvärme från datorerna ska kunna återanvändas i fjärrvärmenätet.

I slutet på 2015 gjorde Bahnhof en [nyemission](#) i Elementica-projektet. Vid det tillfället pratade ledningen om att en fullt utbyggd och slutsåld anläggning skulle ha ett uppskattat marknadsvärde på drygt 3 miljarder svenska kronor. Förhoppningarna på Elementica var alltså höga.

Under 2019 bestämde sig ledningen i Bahnhof för att Elementica återigen skulle bli ett helägt dotterbolag till Bahnhof. Nu är motiveringen att det skapar synergieffekter, och att dubbla kostnader för personal och organisation kan undvikas. Ledningen i Bahnhof menar också att det är en nödvändig förutsättning för att kunna finansiera och genomföra bygget.

Elementica är ett publik men onoterat bolag. Bahnhof la ett bud på 23 kronor per aktie motsvarande en värdering på cirka 250 Mkr för hela projektet. Exakt hur många aktier som lösts in är inte klart. Mer info om Elementica [finns i detta i prospekt](#).

**I samband med** gårdagens bokslut meddelade Bahnhof att målsättningen är att genomföra byggstart före utgången av 2020. I samband med Q3-rapporten i höstas så var målsättningen byggstart under våren 2020. Så projektet är med andra ord lite försenat.

Hur ska man då se på Elementica? Är det en belastning eller en tillgång? Blir projektet så pass bra som ledningen i Bahnhof menar så finns säkert stora värden. Risken är att Bahnhof bygger projektet "på spekulation" och att ledningen har så pass mycket prestige att man fortsätter oavsett. Kanske kastar man i så fall åtskilliga miljoner i sjön.

Bredband2 går i motsatt riktning. De menar att det redan genomförs omfattande satsningar på datahallar av företag som kommer få stora skalfördelar. Vilken prioritering som är bäst får framtiden utvisa. Oavsett så bör man vara medveten om riskerna som Elementica-projektet medför.

**Bahnhofs prognos** för 2020 är att omsätta 1,5 miljarder (15 procent tillväxt) med ett rörelseresultat på 180 Mkr. Det motsvarar en marginal på 12 procent. Bahnhof har historiskt sett prickat prognoserna ganska bra.

Vi räknar något mer konservativt med en omsättning på 1461 Mkr motsvarande 13 procent tillväxt samt en marginal på 11,5 procent. Värderar vi rörelsevinsten till 14 gånger ett par år ut finns en uppsida på 30 procent på radarn.

**Den stora risken** är att Elementica blir en flopp (pessimistiskt scenario) även ökad konkurrens och prispress från nätägarna är ständiga orosmoment. I den positiva vågskålen fortsätter Bahnhof sin fina tillväxt och värderas närmare de större konkurrenterna (optimistiskt scenario).

Bahnhof och Bredband2 värderas ungefär i partiet med varandra på prognoserna för 2020. Historiskt sett har Bahnhof värderats högre vilket vi också tycker är rimligt med tanke på den högre tillväxttakten, marginalbilden och bättre varumärket. Vi på Börsplus har sedan några veckor tillbaka ett köpråd på [norska Telenor](#).

Bolag	Avkastning 1 år %	P/E 2020E	EV / Ebit 2020E	EV / Sales 2020E	Ebit-marginal 2020E %	Årlig tillväxt i omsättning 2019-2021 %
Bahnhof	-8,9	21,9	15,3	1,8	11,5	12,0
Bredband2	30,0	23,3	15,5	1,3	8,1	8,6
Tele2	35,3	25,9	25,5	2,7	19,1	0,9
Telia	10,9	17,5	21,1	3,1	14,7	4,6
Telenor	5,2	15,2	12,5	2,9	23,6	4,7
<b>Genomsnitt</b>	<b>14,5</b>	<b>20,8</b>	<b>18,0</b>	<b>2,3</b>	<b>15,4</b>	<b>6,2</b>
Källa: Börsplus / Factset						
Definition	Aktiens avkastning 12 månader, inklusive utdelning	Börskurs delat på förväntad vinst per aktie för 2020E	EV = Börsvärde + Nettoskuld. EBIT = förväntat rörelseresultat 2020E	EV = Börsvärde + Nettoskuld. Sales = förväntad omsättning 2020E	Förväntad rörelsemarginal 2020E	Förväntad årlig tillväxt 2019-2021

### Börsplus slutsats

Bahnhof är ett kvalitetsbolag som övertid har uppvisat fin tillväxt och stabila marginaler. Vi tror bolaget har goda möjligheter att fortsätta ta marknadsandelar från de större aktörerna.

Satsningen på Elementica är både en tydlig risk och en positiv option. I dagsläget känns det varken som aktiemarknaden räknar med en succé eller något fiasko. Här gäller det alltså att ha stor tilltro till ledningen med VD Jon Karlung i spetsen. Karlung äger som bekant mycket aktier och har goda incitament. Det gillar vi. I grunden och på lång sikt är vi inte superförtjusta i Elementica. Men taktiskt är det nog ingen större risk på kort sikt. Anläggningen lär inte vara klar förrän andra halvan 2021 gissar vi. Och börserna kommer tolerera inkörningsproblem och låga intäkter en bit in på 2022. På plussidan finns optionen att Bahnhof inte bara blir "woke" (hippt och modernt) inom integritetsfrågor utan också ses som en klimathjälte.

Uppsidan i vårt huvudscenario är fortsatt ganska attraktiv och vi behåller således vårt tidigare köpråd.

Bahnhof tio största ägare	Värde (Mkr)	Kapital	Röster
Karlung & Norman	1462	50,5%	85,9%
Investment AB Öresund	267	9,30%	2,65%
Avanza Pension	102	3,54%	1,01%
Didner & Gerge Fonder	81,7	2,82%	0,80%
Spiltan Fonder	56,1	1,94%	0,55%
Berenberg Funds	52,7	1,82%	0,52%
Nordnet Pensionsförsäkring	36,1	1,25%	0,36%
BI Asset Mgmt Fondsmaeglerselskab A/S	35,0	1,21%	0,34%
Nordea Fonder	25,3	0,87%	0,25%
Consensus Asset Management AB	22,9	0,79%	0,23%
Källa: Holdings			

**Denna PDF finns tillgänglig hos Spotlight Stock Market genom ett samarbete med Börsplus, där analysen tidigare publicerats för analystjänstens prenumeranter. Analysen i original inklusive kursdiagram och annan grafik nås via länken nedan.**

