

BAHNHOF

Analys

18 augusti, 2020

Bahnhof levererar en stabil rapport med imponerande kundintag och lovande tillväxt på företagssidan. Den rekordlåga bruttomarginalen skvallrar dock om att nätägarna återigen försöker pressa operatörer som Bahnhof genom att höja priserna.



Bahnhof

Börskurs: 36,25 kr

Antal aktier: 107,6 m

Börsvärde: 3 899 Mkr

Nettokassa: 258 Mkr

VD: Jon Karlung

Ordförande: Andreas Norman

Bahnhof (**36,25 kr**) säljer bredbands- och telefonitjänster via fiber. Bolaget är en så kallad virtuell operatör som hyr in sig i stadsnätens fiberinfrastruktur för att erbjuda bredbandstjänster i öppen konkurrens med andra leverantörer. Bahnhof har närmre 375 000 privatkunder i Sverige som står för ungefär två tredjedelar av omsättningen. Bolaget erbjuder också nät- och datahallstjänster till företagskunder. Det kan vara allt från en mindre firma som behöver bredband och hjälp med WiFi till ett storföretag som förlagt hela eller delar av sin IT-miljö i Bahnhofs datahallar inklusive drift, backup och hantering av trafik och brandväggar med mera. Affärsvärlden har skrivit om Bahnhof många gånger tidigare (sök i [Analysarkivet](#) så hittar du allt). Sedan i mars har vi också aktien i [Afv-portföljen](#).

Affärsvärldens huvudscenario	2019	2020E	2021E	2022E
Omsättning	1 293	1 481	1 658	1 791
- Tillväxt	+13,7%	+14,5%	+12,0%	+8,0%
Rörelseresultat	140	181	199	215
- Rörelsemarginal	10,8%	12,2%	12,0%	12,0%
Resultat efter skatt	109	141	155	167
Vinst per aktie	1,02	1,31	1,44	1,55

Utdelning per aktie	0,60	0,65	0,70	0,75
Direktavkastning	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%
Avkastning på eget kapital	31%	34%	31%	29%
Nettoskuld/EBIT	-2,2	-2,1	-2,3	-2,6
P/E	35,7	27,7	25,2	23,4
EV/EBIT	26,0	20,2	18,3	16,9
EV/Sales	2,8	2,5	2,2	2,0

Idag presenterade Bahnhof rapporten för andra kvartalet och börsen handlar upp aktien några procent. Nedan är några punkter som vi tar med oss:

- Med drygt 10 000 nya privatkunder i kvartalet var intaget bättre än på flera kvartal. Siffran kan också jämföras med den direkta konkurrenten Bredband2 som uppvisade ovanligt klen intag med bara 1 100 nya kunder i andra kvartalet.
- Företagsaffären växer stabilt och ökar med 11% jämfört med i fjol. Bolagets tjänster behövs i ännu större utsträckning när fysiska kontakter inte längre kan ske som tidigare. VD Jon Karlung menar att företagskunder nu beställer uppgraderingar av befintliga nät- och datahallstjänster och orderingången i inledningen av tredje kvartalet är fortsatt mycket god.
- Bruttomarginalen faller till rekordlåga 28% i andra kvartalet vilket oroar. Historiskt har bolaget presterat kring 30-31% och enligt VD är det återigen nätägarna (stadsnät och fiberleverantörer) som bråkar med nya prishöjningar. Bahnhof möter det hela med att jaga kostnader och i vissa fall höja priser. Det verkar bita och rörelsemarginalen landade på 11,6% vilket är i linje med de senaste kvartalen.
- Bolaget bibehåller prognosen om 1,5 mdr i omsättning och 180 Mkr i rörelseresultat för helåret. Vi tror man hamnar något under omsättningsmålet men om höjda priser mot slutkund slår igenom i tredje kvartalet finns goda chanser att nå resultatmålet.

Bolag	Avkastning 1 år %	P/E 2021E	EV/Ebit 2021E	EV/Sales 2021E	Ebit-marginal 2021E %	Årlig tillväxt 2020-2022 %
Bahnhof	64,8	24,8	17,9	2,1	12,0	10,0
Bredband2	67,5	21,1	14,2	1,3	9,1	7,5
A3	-4,1	10,8	9,4	0,7	7,2	3,3
Telia	-17,2	17,1	20,1	2,7	13,6	0,8
Tele2	-12,6	19,7	20,8	4,2	20,1	1,4
Genomsnitt	19,7	18,7	16,5	2,2	12,4	4,6
Källa: Affärsvärlden (Bahnhof) och Factset (övriga bolag)						
Definition	Inkl. utdelningar	Börskurs delat med vinst per aktie 2021E	Bolagsvärde (börsvärde + nettoskuld) delat med rörelseresultat 2021E	Bolagsvärde (börsvärde + nettoskuld) delat med omsättning 2021E	Förväntad rörelsemarginal 2021E	Årlig tillväxt omsättning 2020-2022

I vårt huvudscenario räknar vi alltså med att tillväxten mattas av framöver – särskilt på privatsidan i takt med att fiberutbyggnaden i landet saktar in. Jämfört med för ett år sedan har intäkterna från privatkunder stigit 18% men en del av det kommer från tidigare prishöjningar. Vi tror fortsatt på visst pristryck uppåt men därefter är nog 8-10% ett mer rimligt tillväxtantagande som ligger mer i linje med tillväxten i kundbasen. I stället lär företagssidan bli viktigare framöver och Bahnhof har tidigare kommunicerat målet att växa den delen kraftigt under 2020. Möjligtvis kan situationen med Covid-19 försvåra försäljning mot nya kunder. Men generellt tror vi intresset för bolagets tjänster snarare kommer öka både på kort och lång sikt. På våra estimat för 2021 handlas aktien till 18 gånger rörelseresultatet

(EV/Ebit) eller 25 gånger vinsten (P/E). Det är förhållandevis dyrt. I vårt huvudscenario använder vi en multipel på 16 gånger rörelseresultatet och då ser vi inte längre någon vidare uppsida i aktien.

- **Optimistiskt scenario:** möjligheten finns att vi underskattar tillväxtpotentialerna på företagssidan. Här har Bahnhof trots allt växt länge med över 10% organiskt. Till exempel skulle satsningar på nya molntjänster kunna överraska på uppsidan. Det klimatsmarta datahallsbygget Elementica är en annan joker där mer information kommer i tredje kvartalet. Lyckas Bahnhof visa att bolaget kan fortsätta växa tvåsiffrigt även med lägre tillväxt på privatsidan finns fortsatt uppsida i aktien.
- **Pessimistiskt scenario:** om tillväxten på privatsidan faller snabbare än väntat samtidigt som bolaget misslyckats med att lyfta företagsaffären vore det illa. Det är också problematiskt att nätägarna fortsätter höja priserna särskilt eftersom det faller på Bahnhof och andra operatörer att ta fajten mot slutkund. Här är det viktigt att marginalerna bibehålls – annars kan det uppstå tvivel kring hela affärsmodellens attraktivitet. På längre sikt är också 5G något som skulle kunna minska behovet av fiber.

AFFÄRSVÄRLDENS SLUTSATS

Bahnhof gör mycket rätt och har en fantastisk historik och bevisat skicklig ledning. Bolaget är en organisk snabbväxare med en affärsmodell som tack vare förskottsbetalningar från kund inte binder något kapital att tala om. Verksamheten är dessutom konjunktur stabil och har presterat starkt hittills i krisen utan några permitteringar eller andra statliga stöd. Baksidan är att tillväxten sannolikt kommer mattas av framöver. Detta samtidigt som fiberleverantörerna pressar på i ena ändan och konkurrenterna slåss med näbbar och klor i den andra. Det är ett tredubbelt hot som inte ska underskattas. Allt som allt är vi ändå positiva till bolaget men aktien har återigen dragit iväg. Det finns nu mindre utrymme för bakslag och vi har svårt att räkna hem aktien i vårt huvudscenario.

<https://www.affarsvarlden.se/analys/bredband2-mot-ny-niva>

Vi väljer därför att sälja Bahnhof ur portföljen och intar en neutral hållning till aktien. Under det knappa halvåret som vi ägde bolaget blev avkastningen 58%. [infogram id="_/m8k4tmTd3G093Didf5rI" prefix="z9v" format="interactive" title="Bahnhof augusti 2020 reglage"]

Tio största ägare i Bahnhof	Värde (Mkr)	Kapital	Röster
Karlung & Norman	1 872	50,5%	85,9%
Investment AB Öresund	254	6,9%	2,0%
Avanza Pension	123	3,3%	0,9%
Nordea Fonder	88	2,4%	0,7%
Spiltan Fonder	72	1,9%	0,6%
Berenberg Funds	60	1,6%	0,5%
Didner & Gerge Fonder	59	1,6%	0,5%
Nordnet Pensionsförsäkring	55	1,5%	0,4%
Athanase Industrial Partners	54	1,5%	0,4%
BI Asset Mgmt Fondsmaeglerselskab A/S	48	1,3%	0,4%

Källa: Holdings

- Skribent äger aktier i bolaget.

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

<https://www.affarsvarlden.se/analys/med-nygamla-hot-pa-horisonten>