



Uppdragsanalys 2015-08-10, uppdatering

ANALYSGUIDEN

Hanza

HANZA

ALL YOU NEED IS ONE™

Analys av Hanzas nyemission

Hanza förvärvar den finska kontraktstillverkaren Metalliset. Med anledning av detta pågår nu en nyemission som vi analyserar.

Bakgrund och motiv till förvärv

Hanzas ambition är att etablera sig på marknaden för kontraktstillverkning och snabbt ta stora marknadsandelar. Samtidigt har bolaget under senaste halvåret dragits med finansieringsproblem: I våras meddelades att de inte längre uppfyllde kraven för sina lån och i emissionsprospektet upprepas att de med nuvarande verksamhet bedömer att de inte har tillräckligt med rörelsekapital att klara nästkommande tolv månader utan kapitaltillskott. Att därför nu växa genom förvärv och ha brist på pengar kan tyckas stå i motsats till vartannat, men nu slår Hanza flera flugor i en smäll genom förvärvet av den finska kontraktstillverkaren Metalliset:

- Två saker bidrar till att förvärvet stärker upp Hanzas finansiella ställning: Metalliset har lägre belåningsgrad än Hanza och förvärvet finansieras med en aktieemission snarare än förvärvslån eller kassan. Proformaanalysen i emissionsprospektet visar att Hanza vid utgången av kvartal 1 hade en soliditet kring 23 procent medan ett hypotetiskt sammanslaget Hanza plus Metalliset efter emissionen hade haft kring 29 procent. Detta löser ovannämnda problem med Hanzas rörelsekapitalbrist.
- Förvärvet ökar koncernens omsättning, kundbas och geografiska spridning. Det ökar även deras utbud av tillverkningsteknologier och därmed Hanza närmare målbilden "All you need is one". Metalliset erbjuder bland annat "tung mekanik", vilket Hanza i nuläget saknar.
- Metalliset har positivt kassaflöde exklusive emissioner och lån. Det positiva kassaflödesbidraget underlättar Hanzas jakt på lönsamhet.

Ovanstående tre punkter är konkret och nästan obestridlig fakta. Som gräddes på moset utlovas dessutom "ett flertal kostnads- och försäljningssynergier som förväntas förbättra den nya koncernens lönsamhet". Mer konkret kan det innebära delade overhead-kostnader, att företagsledningen skiftar runt produktion inom den nya koncernen för att få bättre beläggning, med mera.

Analytiker: Paul Regnell, Birger Jarl FK

Notera att den här texten riktar sig främst till personer som redan är bekanta med Hanza. För en genomgång av Hanzas verksamhet och strategi, se analysen som publicerades 2015-06-18 på Analysguiden.

Vad får den som köper aktien och vad kostar det?

Köpeskillingen för Metalliset är 5 miljoner euro kontant, drygt 3 miljoner Hanza-aktier (eller cirka 15 procent av det sammanslagna bolaget) och maximalt ytterligare en miljon euro i tilläggsköpeskillning beroende på Metallisets prestation under 2015. Det totala värdet av köpeskillingen uppskattas i emissionsprospektet till cirka 70 miljoner kronor.

Hanza jämfört med Metalliset		
	Hanza	Metalliset
	Nettoomsättning	300,9
	EBITDA	8,7
Q2 2015	EBITDA-marginal	2,9 %
	Periodens resultat	-3,5
	Nettomarginal	-1,2 %
	Nettoomsättning	266
	EBITDA	11,3
Q1 2015	EBITDA-marginal	13,1 %
	Periodens resultat	3,8
	Nettomarginal	4,4 %
	Nettoomsättning	984,6
	EBITDA	41,8
2014	EBITDA-marginal	11,4 %
	Periodens resultat	15,5
	Nettomarginal	4,2 %

Som syns i tabellen ovan så är Metalliset mindre än Hanza, men betydligt mer lönsamt. Trots att Metallisets omsättning är betydligt lägre än Hanzas så är deras EBITDA och resultat högre.

I emissionsprospektet finns en proforma-uträkning av hur det hade gått för ett sammanslaget Hanza och Metalliset. Under Q1 2015 och helåret 2014 finns en positiv resultateffekt om ca 55 miljoner kronor. Detta beror främst på en upplösning av negativ goodwill och är alltså en engångseffekt. Det återspeglar alltså snarare en bokföringsmässig teknikalitet än faktiska pengar in. Effekten blir ändå stärkta nyckeltal för koncernen, vilket är positivt.

Villkoren för Hanzas aktieägare är enkla: En aktie vid avstämningsdagen (3:e augusti) gav en teckningsrätt. En teckningsrätt berättigar teckning av en aktie á 5,80 kronor. Teckningsrätterna handlas nu på First North och handeln med teckningsrätter avslutas den 14:e augusti. Teckningstiden avslutas den 18:e augusti. Detta kommer tillföra Hanza 43,7 miljoner kronor efter emissionskostnader, vilket ungefär täcker den kontanta delen av köpeskillingen.

Emissionen är garanterad till 100 procent, vilket eliminerar osäkerhetsmoment kring hur stor utspädningen kommer bli. Vd Erik Stenfors och några styrelsemedlemmar är med och garanterar emissionen. Miljar-

dären, vd:n och grundaren av Systemair Gerald Engström garanterar mer än hälften av emissionen genom sitt privata bolag.

Vi vet alltså att antalet aktier efter affären (exklusive de som Hanza äger själva och givet att konvertibler och personaloptioner inte används) kommer vara ungefär 20,2 miljoner, vilket är att jämföra med 8,6 miljoner aktier vid utgången av Q2 2015.

Priset för att delta i emissionen är priset av teckningsrätten plus 5,8 kronor. Notera att man bör inkludera kostnaden av teckningsrätten vare sig man fick dessa gratis med redan ägda Hanza-aktier – för att vara ekonomiskt korrekta måste vi nämligen ta hänsyn till att det går att sälja teckningsrätten.

I skrivande stund kostar en teckningsrätt ungefär 60 öre vilket innebär att det kostar 6,4 kronor (5,8 + 0,6) att få en av ca 20,2 miljoner aktier. En aktiekurs på 6,4 kr motsvarar ett börsvärde för hela bolaget på 129 miljoner kronor. Frågan som uppstår blir då: Är det en bra affär att köpa till den värderingen?

Värdering och slutsats

Vi jämför det sammanslagna Hanza och Metalliset (H + M) med tre näraliggande nordiska konkurrenter som alla är kontraktstillverkare med ambitionen att leverera paketlösningar. Fokus ligger på börsvärde samt bolagsvärde i förhållande till försäljning och EBITDA. Man kan debattera kring vilka tal som ska utgöra försäljningen och EBITDA:n för den nya koncernen och det finns inget entydigt svar. Vi väljer att använda prospektets uppskattning för Metallisets intjäningsförmåga i årstakt och två olika sätt att så rättvist som möjligt uppskatta Hanzas nettoomsättning och EBITDA:

- Hanzas första halvår multiplicerat med 2.
- Första halvåret plus två gånger andra kvartalet.

Vilka siffror man fäster störst vikt vid kan bero på i vilken utsträckning man ser det senaste kvartalet som det nya normala.

	Hanza*	Metalliset**	Summa H+M
Nettoomsättning	1 133,8	375	1 508,8
EBITDA	23	45	68

* Första halvåret multiplicerat med 2 ** Uppskattning av årstakt från prospekt

	Hanza*	Metalliset**	Summa H+M
Nettoomsättning	1 168,7	375	1 543,7
EBITDA	28,9	45	73,9

* H1 + Q3*2 ** Uppskattning av årstakt från prospekt

Datan för Inission, Note och Scanfil är tagen från Bloomberg, där sales och EBITDA är de senaste tillgängliga 12 månaderna.

För priset på Metalliset standalone utgår vi ifrån de 70 miljoner som köpeskillingen uppskattas till i prospektet och tar bort erhållet belopp för försäljningen av Makron. Makron är ett av Metallisets intressebolag som kommer avyttras för bokfört värde (drygt 8 miljoner kronor) vid affärens stängning. Makron bidrar inte till omsättning eller resultat och effekten blir, förutom lägre köpeskillning, ökad likviditet för Hanza-koncernen.

Multipelvärdering av ett sammanslaget Hanza och Metalliset				
	P/S	P/EBITDA	EV/Sales	EV/EBITDA
H + M*	0,086	1,899	0,282	6,259
H + M**	0,084	1,747	0,276	5,759
M standalone	0,165	1,376	0,393	3,276
Inission	0,538	8,053	0,626	9,369
Note	0,295	5,874	0,368	7,335
Scanfil	0,743	7,461	0,681	6,839

* HI*2 för Hanza ** HI + Q2*2 för Hanza

Vi får inte göra misstaget att stirra oss blinda på nyckeltalen som är i förhållande till priset, för då tar vi inte hänsyn till bolagens varierande grad av skuldsättning. Förhållandet till enterprise value är mer relevant, för då är nettoskulden adderad till börsvärdet.

Båda våra sätt att se på Hanzas försäljning och EBITDA ger fortsatt attraktiva värderingsmultiplar för ett sammanslaget Hanza och Metalliset. Emissionen ser särskilt attraktiv ut i förhållande till försäljningen men även EBITDA. Vi noterar dessutom att Hanza verkar ha fått ett förmånligt pris på Metalliset, särskilt i förhållande till deras höga EBITDA-marginal.

Redan jämförelsevärderingen tycker vi visar att det är en attraktiv nyemission. Värderingarna blir ytterligare mer attraktiva om man antar att det senaste kvartalet är det nya normala för Hanza, eller rent av bara startskottet på ytterligare lönsamhetsförbättringar. Med tanke på den lönsamhetsförbättring som uppvisats under året och som prognostiseras att fortsätta så är det inte en orimlig utgångspunkt. Utöver värderingsmultiplarna tänker vi även på framtida skalfördelar, tillskott av bevisat framgångsrik management i Finland (Hanzas mekanikdivision i Finland lider av lönsamhetsproblem), synergier och ledningens erfarenhet av förvärv i branschen. Sammantaget landar vi tydligt i rekommendationen att teckna.

Teoretiskt sett borde en aktie i nuläget kosta lika mycket som en teckningsrätt plus teckningspriset 5,80 kronor. Som investerare ser bör man därför se till köpa teckningsrätter snarare än aktier ifall priset på dem är lägre än priset på aktien minus 5,8. ■

Vad är billigast?

Pris på Hanza-aktien –5,8 eller Pris på teckningsrätt
Köp den med lägst pris!

Birger Jarl Fondkommission ("BFK") är ett värdepappersbolag som står under Finansinspektionens tillsyn. BFK har bland annat tillstånd att utarbeta och sprida investerings- och finansanalyser samt andra former av allmänna rekommendationer rörande handel med finansiella instrument. Aktiespararen, som står bakom Aktiespararna Analysguiden, är en tidskrift med månatlig publicering.

Informationen i denna analys baseras på vad utgivaren Aktiespararen och BFK bedömer som tillförlitliga källor. Vi kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något som helst finansiellt instrument, option eller liknande. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren.

Analysen riktar sig inte till U.S. Persons (så som detta begrepp definieras i Regulation S i United States Securities Act och tolkas i United States Investment Companies Act 1940) och får inte heller spridas till sådana personer. Analysen riktar sig inte heller till sådana fysiska och juridiska personer där distributionen av analysen till sådana personer skulle innebära eller medföra risk för överträdelse av svensk eller utländsk lag eller författning.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av BFK och Aktiespararen. Aktiespararen och BFK ska inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Paul Regnell, som utarbetat denna analys, har inget ekonomiskt intresse av eller innehav av finansiella instrument i Hanza. BFK, Aktiespararen eller analytikern är inte, vid tidpunkten för utarbetandet av denna analys, medvetna om någon faktisk eller eventuell intressekonflikt som avser berörd analytiker, BFK eller Aktiespararen. BFK har i enlighet med lag och föreskrift upprättat riktlinjer för intressekonflikter, varigenom analytikernas objektivitet och oberoende säkerställs.