

Accelererande tillväxt och fortsatt stark lönsamhet

Q3: Tvåsiffrig organisk tillväxt och bra marginaler

Hanzas starka utveckling fortsatte under det tredje kvartalet. Den underliggande organiska tillväxten ökade till 12 procent – upp från 10 procent under andra kvartalet och från 7 procent under första kvartalet. Totalt sett ökade omsättningen med 19 procent i årstakt till 597 miljoner kronor (503). Rörelsemarginalen (ebita) exklusive engångsposter stärktes samtidigt till 6,2 procent (3,7 procent), vilket innebar andra raka kvartalet över 6 procent. Segmentet Huvudmarknader stack ut lönsamhetsmässigt med hela 9,5 procents ebita-marginal (4,3). Marginalen på Övriga marknader var en liten besvikelse vid 3,4 procent (3,1), tyngd av den utmanande materialsituationen, men segmentet stack ut positivt på tillväxtsidan med nära 19 procents organisk tillväxt. Materialsituationen ledde åter till ökad rörelsekapitalbindning och ett negativt kassaflöde från den löpande verksamheten vid -19,3 miljoner (25,9), vilket lär normaliseras framöver.

Förvärv och återhämtning i Tyskland driver tillväxten

Ett par veckor innan rapporten aviserade Hanza förvärvet av tyska elektroniktillverkaren Beyers. Förvärvet adderar ~180 miljoner i omsättning på årsbasis och är en viktig pusselbit i uppbyggnaden av Hanzas tyska kluster. Såväl Beyers som Hanzas förra tyska förvärv, Ritter, har tappat volymer under pandemin. Beyers lönsamhet ligger för närvarande kring noll och Ritter visar fortsatt röda siffror. Kraftigt ökande ordergång i Tyskland talar dock för att återhämtningen nu är på gång. Att Hanza redovisar rekordlönsamhet trots nedtryckta volymer och pressade marginaler i Tyskland talar för att Hanzas starka marginalförbättringstrend kan hålla i sig.

Aktien har mer att ge – höjer rikt Kurs till 47 kronor

Hanza-aktien nådde vår förra rikt Kurs på 33 kronor redan i början av september och har efter rapporten tagit sig över 40-kronorsnivån. Vi har justerat upp våra omsättningsprognoser för 2022–2023 drivet av Beyers-förvärvet och goda tillväxtutsikter, inte minst i Tyskland. På lönsamhetssidan ser vi att Hanzas justerade ebita-marginal redan i år når 6 procent och sedan successivt stärks under 2022–2023. Efter den kraftiga kursuppgången börjar Hanzas värdering i allt högre grad spegla koncernens potential. Aktien ser dock fortsatt attraktiv ut såväl relativt jämförbara bolag som i absoluta tal. Hanza erbjuder tvåsiffrig vinsttillväxt till en ev/ebita-multipel på 10–11 för 2022–2023. I vårt ettåriga perspektiv ser vi utrymme för en uppvärdering till åtminstone 12 gånger ebita-resultatet för 2022, vilket ger en rikt Kurs på 47 kronor. Lägg därtill potentialen att ledningen slår till med nya förvärv som leder till uppskrivade prognoser för i synnerhet 2023.

Hanza

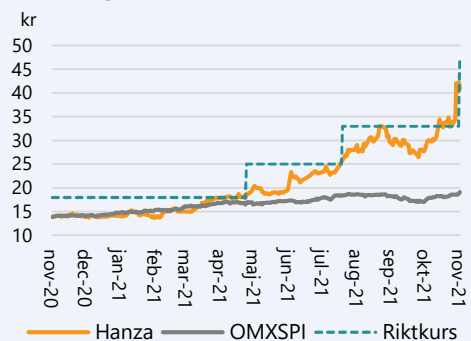
Analysuppdatering – Q3 2021

Datum 15 november 2021
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch Kontraktstillverkare
Styrelseordförande Francesco Franzé
Vd Erik Stenfors
Noteringsår 2014
Listning Nasdaq OMX Small Cap
Ticker HANZA
Aktiekurs 40,9 kr
Antal aktier, milj. 35,8
Börsvärde, mkr 1 464
Nettoskuld, mkr* 459
Företagsvärde (EV), mkr 1 923
Webbplats www.hanza.com
*Exkl. leasingkulder

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2020	2021p	2022p	2023p
Omsättning	2 155	2 435	2 885	3 058
Just. ebita-res.	70	146	179	194
Ebit	31	114	162	177
Nettoreultat	-1	68	107	121
Vinst per aktie	0,0 kr	1,90 kr	3,00 kr	3,38 kr
Utd. per aktie	0,25 kr	0,75 kr	1,00 kr	1,25 kr
Omsättningsstillväxt	4,2%	13,0%	18,5%	6,0%
Just. ebita-marg.	3,2%	6,0%	6,2%	6,3%
Ebit-marginal	1,4%	4,7%	5,6%	5,8%
Nettoskuld*/ebitda	2,3	2,0	1,8	1,6
P/e-tal	neg	21,6	13,6	12,1
EV/just. ebita	27,5	13,2	10,7	9,9
EV/ebit	62,0	16,9	11,9	10,9
EV/omsättning	0,89	0,79	0,67	0,63
Direktavkastning	0,6%	1,8%	2,4%	3,1%

*Exkl. leasing

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Investeringsstes

Tydlig uppsida om lönsamheten fortsätter stärkas

Hanza handlas med en rabatt på nyckeltalet ev/sales jämfört med en kvartett nordiska kontraktstillverkare (se diagram). Hanza handlas på drygt 0,7 medan konkurrenterna ligger klart högre. Skillnaden förklaras enklast av att Hanza på koncernnivå är mindre lönsamt, men nu närmar sig Hanza konkurrenterna i rask takt och det finns goda skäl att tro på en fortsatt förbättring de närmaste åren. Senaste två kvartalen har Hanzas ebita-marginal varit över 6 procent.

Unik strategi ger bättre förutsättningar

Genom att erbjuda komplett tillverkning nära kundernas slutmarknader i kombination med rådgivningstjänster får Hanza en betydligt starkare kundrelation, vilket vid sidan av ökad stabilitet också skapar bättre lönsamhetsförutsättningar. Att Hanza sedan starten inte förlorat en enda kund illustrerar styrkan i modellen. Redan i dag har Hanza en fin kundlista med bolag som Getinge, Saab och Siemens.

Från uppbyggnadsfas till lönsamhetsfokus

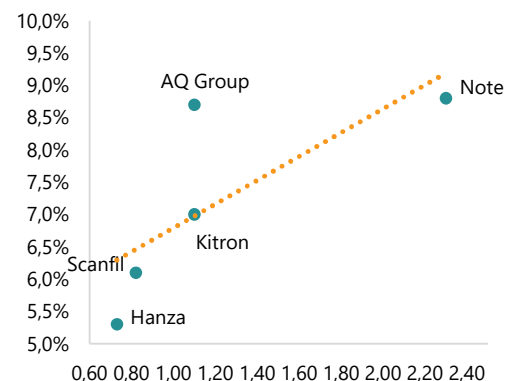
Sett i backspegeln har Hanza på koncernnivå växt snabbt under begränsad lönsamhet, vilket döljer det faktum att Hanza på produkt-nivå har bättre lönsamhet än traditionella kontraktstillverkare. Den svaga lönsamheten historiskt ska i stället ses i ljuset av att bolaget befunnit sig i en långsiktig uppbyggnadsfas. Hanza har behövt förvärva teknologier och investera i fabriker för att ge varje kluster möjlighet att erbjuda kunderna komplett regional tillverkning. Många gånger har bolaget förvärvat bolag i dåligt skick, men i takt med att klustren trimmas och når ett högre kapacitetsutnyttjande kommer lönsamheten att stärkas. Detta illustreras tydligt av utvecklingen i segment Huvudmarknader där Hanza under 2018–2019 såg en väsentlig lönsamhetsförbättring (se diagram). I takt med att klustren i övriga världen går samma väg har koncernens lönsamhet potential att förbättras väsentligt. Under 2020 och början av 2021 tog segmentet Övriga världen ett stort kliv uppåt, trots pandemin. När nu även segment Huvudmarknader vänt upp blir lönsamhetstrenden för koncernen tydligt positiv (se diagram).

Stora trender spelar bolaget i händerna

Hanzas modell med komplett regional tillverkning ligger helt rätt i tiden. Flera händelser det senaste årtiondet, alltifrån Fukushimaolyckan i Japan 2011 till USA och Kinas frostiga handelsrelationer på senare år till Covid-19-pandemin har synliggjort bristerna i många bolags globala och komplexa tillverkningskedjor. Lägg därtill ett kraftigt ökat fokus på miljö och hållbarhet, vilket talar för fraktminimerande regional tillverkning. Färska undersökningar visar att många producerande bolag ser över sina tillverkningskedjor och mycket talar för att Hanzas unika erbjudande kommer att vara en intressant lösning för många av dessa framöver. Förutsättningarna för fortsatt tvåsiffrig omsättningstillväxt (se diagram) ser vi som mycket goda.

Högre marginaler belönas rejält

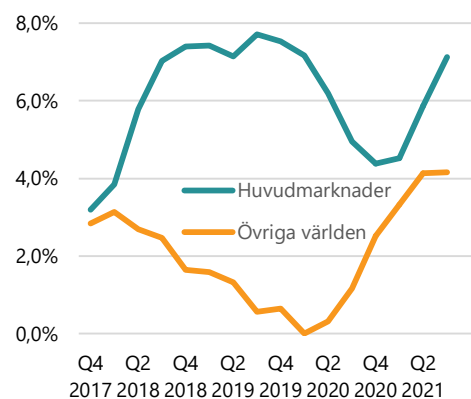
EV/sales R12M (x-axeln) vs. ebit-marg. ex eo. R12M



Källa: Refinitiv, Analysguiden. *R12M = rull. tolv månader.
Not: Hanzas & Notes ev/sales proforma inkl. förvärv

Huvudmarkn. upp trots tysk svacka

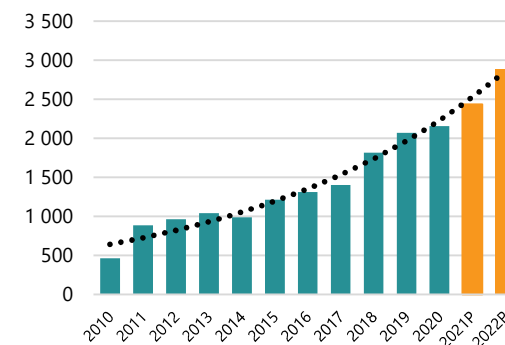
Just. ebita-marg. R12M: Huvudmarknader* & Övriga världen



Källa: Bolaget, Analysguiden
*Huvudmarknader 2017–2018 = Norden
*Huvudmarknader 2019–2021 = Norden + Tyskland

Tvåsiffrig tillväxt under lång tid

Hanzas omsättning 2010-2022P



Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)
Not: Prickad linje är exponentiell trend ~12,5% per år

Utsikter och värdering

Fortsatt stark lönsamhet

Hanza fortsatte att övertyga under det tredje kvartalet. För koncernen var ebita-marginalen över 6 procent för andra kvartalet i rad (se diagram), drivet av Huvudmarknader där ebita-marginalen nådde hela 9,5 procent (4,3).

Viktigt att beakta är att i segment Huvudmarknader ingår Tyskland där siffrorna på sista raden allttjämt är svaga i pandemityngda Ritter som Hanza förvärvade 2019. Det innebär att Hanzas mest mogna kluster i Norden för närvarande levererar en tvåsiffrig rörelsemarginal. Vad vi förstår redovisar även Hanzas estniska verksamhet i Narva röda siffror.

Att extrapolera rekordlönsamhet i en kontraktstillverkare kan tyckas vanskligt, men vi skulle faktiskt argumentera för att nuvarande marginaler underskattar lönsamhetspotentialen i Hanza.

Starkare orderingång i Tyskland talar för en pandemiåterhämtning under 2022–2023. Volymerna kommer att öka och förlust lär vändas till vinst. Det kommer att stärka lönsamheten ytterligare.

De mer omogna klustren inom Övriga marknader har i vissa fall tyngts av pandemin och brottas nu även tillfälligt med den ansträngda komponentsituationen, men den positiva lönsamhetstrenden är tydlig (se diagram på s. 2). I takt med att dessa kluster återhämtar sig och mognar lär lönsamheten fortsätta stärkas.

Nytt förvärv i Tyskland

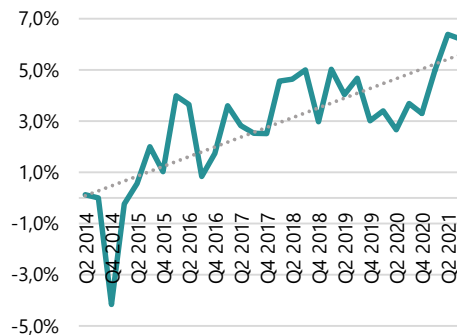
I slutet av oktober förvärvade Hanza den tyska elektroniktilverkaren Helmut Beyers, vars fabrik är belägen bara sju mil från Ritters fabrik som Hanza förvärvade 2019. Inklusivt skulder och maximal tilläggsköpeskillning betalar Hanza cirka 9,7 miljoner euro för en verksamhet som 2021 väntas omsätta omkring 18 miljoner euro, vilket ger en ev/sales-värdering på drygt 0,5. Sett i relation till Beyers nuvarande rörelsemarginal kring noll ser det vid första anblick inte ut som något direkt fyndpris.

Viktigt att beakta är dock att Beyers, likt Hanzas tidigare tyska förvärv Ritter, påverkats negativt av pandemin. Omsättningen har under 2021 backat med cirka 10 procent, och rimligen var även 2020-siffran nedtryckt. Räknat på en mer normal omsättning i Beyers landar ev/sales-värderingen sannolikt kring 0,4–0,5, vilket med marginal är under Hanzas värdering på knappt 0,7x på vår prognos för 2022.

Förvärvet av Beyers markerar en återstart på Hanzas expansion i Tyskland. Enligt ledningen har Ritters fabrik i vissa lägen varit tvungen att köpa elektronik från andra leverantörer, en situation Hanza nu undviker. Den ökade kapaciteten kommer också i ett läge där orderböckerna i Tyskland åter börjar fyllas i rask takt.

Tydlig långsiktig marginaltrend

Hanzas just. ebita-marg. Q2 2014–Q3 2021 (kvartalsdata)



Källa: Bolaget, Analysguiden Not: Grå linje = linjär trend.

På den positiva sidan bör också lyftas fram att Beyers ledning efter affären investerade 15 miljoner kronor i Hanza-aktier till kurs 33 kronor.

Tillväxten viktigare drivkraft framåt

Efter en snabb marginalexpansion på kort tid ser vi i det korta perspektivet att tillväxten blir en allt viktigare drivkraft för aktien. Hanzas underliggande organiska tillväxt har accelererat under de tre senaste kvartalen, från 7 procent i första kvartalet till 10 procent i andra kvartalet och till 12 procent under tredje kvartalet.

Förvärvet av Beyers adderar en tillväxt på ~7 procent räknat på årsbasis och då är det beräknat på en pandemityngd omsättningssiffra. Lägg därtill att Hanzas förvärvsresa lär fortsätta, vilket balansräkningen ger utrymme för.

Efter ett år där Hanza genomfört förvärv i Finland och Tyskland samt investerat i Kina, Sverige och Estland skulle det inte överraska om ledningen under 2022 utvecklar det centraleuropeiska klustret via investeringar och/eller förvärv.

Höjer riktkursen till 47 kronor

Kontraktstillverkare värderas normalt till relativt låga multiplar, vilket också varit vår utgångspunkt. Noterbart är dock att sektorn börjat uppskattas alltmer av investerarna på slutet.

Svenska jämförelsebolagen Note och AQ Group har ingen analytikerbevakning, varför det inte går att göra någon värderingsjämförelse med utgångspunkt i konsensusprognoser. Finländska Scanfil, som 2015 förvärvade svenska Partnertech, handlas enligt Refinitiv till ev/ebit ~12 på konsensusprognoserna för 2022. Norska Kitron värderas snarlikt.

Det är också värt att notera den kraftiga uppvärderingen av svenska kontraktstillverkaren Note. På koncernnivå redovisar Note en rörelsemarginal på knappt 9 procent, vilket alltså är lägre än Hanzas segment Huvudmarknader. Note sticker dock ut med en kraftig medvind i försäljningen, där den organiska tillväxten under årets nio första månader var 23 procent. För det har bolaget belönats med en ev/sales-värdering på hela 2,3 på rullande tolv månader (proforma, inklusive förvärvade iPRO). Exemplet Note illustrerar tydligt att en kontraktstillverkare som levererar starkt kan värderas upp till multiplar som normalt inte förknippas med sektorn.

Vi svårt att se varför ett Hanza som börjat leverera på bred front inte ska handlas åtminstone ska i nivå med Scanfil och Kitron. Baserat på vår prognos för 2022, där vi utgår ifrån Hanzas ebita-resultat, ger det en rikt Kurs på 47 kronor. I absoluta tal är värderingen på 12 gånger ebita heller inte ansträngd för ett bolag som borde kunna växa tvåsiffrigt med fortsatt marginalexpansion.

Slutligen börs inflikas att Hanza från den 30 november inkluderas i MSCI:s globala Micro Cap-index, något som kan leda till ett ökat intresse för aktien.

Tidigare analyser

Q2-uppdatering 2021 – 30 juli 2021 (kurs 25 kr)

Riktkurs 33 kr (uppnådd 1 september 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-marginalen-nar-nya-hojder-men-resan-ar-inte-over>

Q1-uppdatering 2021 – 5 maj 2021 (kurs 18 kr)

Riktkurs 25 kr (uppnådd 27 juli 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-lonsamhet-pa-rekordniva-marginalcaset-realiseras>

Q4-uppdatering 2020 – 19 februari 2021 (kurs 14,20 kr)

Riktkurs 18 kr (uppnådd 12 april 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-hogintressant-vardecase-i-rabattvarderad-tillverkare>

Q3-uppdatering 2020 – 10 november 2020 (kurs 14 kr)

Riktkurs 18 kr (uppnådd 12 april 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-varderingen-speglar-inte-alls-lonsamhetspotentialen>

Q2-uppdatering – 6 augusti 2020 (kurs 13,45 kr)

Riktkurs 17 kr (uppnådd 30 mars 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-kontraktstillverkare-med-lysande-framtidsutsikter>

Q1-uppdatering – 16 juni 2020 (kurs 11,35 kr)

Riktkurs 16 kr (uppnådd 24 mars 2021)

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-holding-fyndlage-i-perfekt-positionerad-tillverkare>

Risker

Konjunktur och konkurrens

Den största risken i Hanza ligger i att bolagets verksamhet är cyklisk och att efterfrågan varierar med konjunkturen. Kontraktstillverkning är samtidigt en hårt konkurrensutsatt bransch. En fördel med Hanzas affärsmodell är dock att bolaget får en närmare kundrelation och på så vis inte blir lika utbytbar som en traditionell kontraktstillverkare.

Modellen behöver bevisas utanför Norden

I ett längre perspektiv är det viktigt att Hanza lyckas bevisa att bolagets klusterbaserade affärsmodell fungerar lika väl utanför Norden som i Norden. Vidare finns en uppenbar utmaning i att övertala kunder att gå från en modell med flera leverantörer till att låta Hanza bli helhetsleverantör. Det är knappast förvånande om inköpare på bolag motsätter sig upplägget. Hanzas historiskt goda tillväxt talar dock för att bolagets koncept successivt vinner mark.

Värderingsrisk vid vikande lönsamhet

Den stora omvärderingen av Hanza under 2020–2021 har resulterat i att bolagets ev/sales-värdering stigit till historiskt sett höga nivåer kring 0,7. Även om det är vår bild att Hanzas lönsamhetslyft är uthålligt och att det finns ytterligare lönsamhetspotential på sikt, är aktien på nuvarande värderingsnivåer mer riskfylld om lönsamheten av någon anledning skulle vika.

Disclaimer

Aktiespararna, www.aktiespararna.se, publicerar analyser om bolag som sammanställts med hjälp av källor som bedömts tillförlitliga. Aktiespararna kan dock inte garantera informationens riktighet. Ingenting som skrivs i analysen ska betraktas som en rekommendation eller uppmaning att investera i något finansiellt instrument. Åsikter och slutsatser som uttrycks i analysen är avsedd endast för mottagaren. Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning. Aktiespararna har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Aktiespararna har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Innehållet får kopieras, reproduceras och distribueras. Aktiespararna kan dock inte hållas ansvariga för vare sig direkta eller indirekta skador som orsakats av beslut fattade på grundval av information i denna analys.

Investeringar i finansiella instrument ger möjligheter till värdestegringar och vinster. Alla sådana investeringar är också förenade med risker. Riskerna varierar mellan olika typer av finansiella instrument och kombinationer av dessa. Historisk avkastning ska inte betraktas som en indikation för framtida avkastning.

Analytikern Johan Högberg äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Johan Högberg