

Kontraktstillverkare med lysande framtidsutsikter

Underliggande lönsamheten imponerar

Andra kvartalet blev dramatiskt på grund av den globala covid-19-pandemin. Hanzas diversifierade kundbas medförde dock att bolagets underliggande omsättning, exklusive förvärvade Ritter, bara backade med cirka 10 procent. I våra ögon var det ett styrketecken att bolaget under så extraordinära omständigheter, och dessutom med begränsat utnyttjande av statliga stödåtgärder, ändå levererade en underliggande rörelsemarginal (ebita exkl. engångsposter) på 2,7 procent (4,0) under andra kvartalet. Engångsposterna för omstrukturering i Sverige, Estland och Tyskland som belastade kvartalet väntas ge positiva effekter på lönsamheten från fjärde kvartalet.

Långsiktiga utsikterna förbättrade

I halvårsrapporten talar vd Erik Stenfors om att antalet kunddialoger i spåren av pandemin "ökat markant". Det indikerar att Hanza går en mycket intressant framtid till mötes och att bolaget redan nästa år lär se ett ökat flöde av nya affärer. När konjunkturläget förbättras lär Hanzas lönsamhet stärkas med stöd av (1) normaliserade volymer, (2) genomförda omstruktureringar som biter samt (3) troliga nya affärer som lyfter kapacitetsutnyttjandet. Vi står fast vid att Hanzas justerade ebita-marginal sannolikt rör sig mot 5 procent redan 2021–2022. Den underliggande trenden pekar tydligt i den riktningen.

Höjer prognos och riktkurs

I spåren av Hanzas under omständigheterna starka andra kvartal framstår våra tidigare prognoser för 2020 som för konservativa. Vi justerar upp det justerade ebita-resultatet till 65 Mkr (55), men osäkerheten är stor givet pandemin. Prognoserna för 2021 och 2022 lämnar vi oförändrade, men vi ser klar potential till uppjusteringar om Hanzas ökade kunddialoger på allvar börjar leda till nya affärer. Trots att Hanzas unika strategi med komplett regional tillverkning ger bolaget bättre lönsamhetsförutsättningar handlas bolaget med en stor rabatt mot andra kontraktstillverkare. Vår bild är att denna över tid kommer att försvinna i takt med att Hanzas lönsamhet lyfter. I det läget finns en signifikant uppsida i aktien som har potential att fördubblas på två-tre års sikt. Mer kortsiktigt justerar vi upp vår rikt Kurs till 17 kronor (16) mot bakgrund av Hanzas lägre nettoskuld-sättning.

Hanza

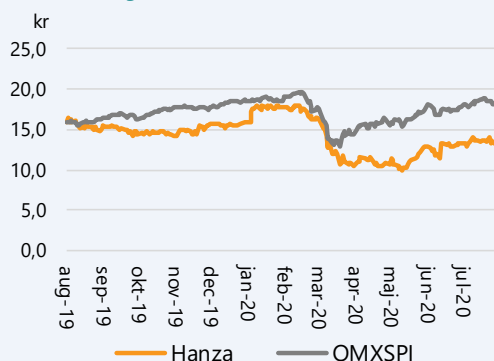
Analysuppdatering – Q2 2020

Datum	6 augusti 2020
Analytiker	Johan Högberg

Basfakta

Bransch	Kontraktstillverkare
Styrelseordförande	Francesco Franzé
Vd	Erik Stenfors
Noteringsår	2014
Listning	Nasdaq OMX Small Cap
Ticker	HANZA
Aktiekurs	13,45 kr
Antal aktier, milj.	33,98
Börsvärde, mkr	457
Nettoskuld, mkr	367
Företagsvärde (EV), mkr	824
Webbplats	www.hanza.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2019	2020p	2021p	2022p
Omsättning	2 068	2 200	2 375	2 500
Just. ebita-res.	86	65	110	125
Ebit	57	25	95	110
Nettoresultat	24	2	59	75
Vinst per aktie	0,69 kr	0,06 kr	1,74 kr	2,21 kr
Utd. per aktie	0,00 kr	0,00 kr	0,50 kr	0,75 kr
Omsättningsstillväxt	14,2%	6,4%	8,0%	5,3%
Bruttomarginal	45,8%	46,0%	46,0%	46,0%
Just. ebita-marg.	4,2%	3,0%	4,6%	5,0%
Ebit-marginal	2,7%	1,1%	4,0%	4,4%
Nettoskuld/ebitda*	2,3	3,2	1,8	1,3
P/e-tal	19,4	228,5	7,7	6,1
EV/just. ebita	9,6	12,7	7,5	6,6
EV/ebit	14,5	33,0	8,7	7,5
EV/omsättning	0,40	0,37	0,35	0,33
Direktavkastning	0,0%	0,0%	3,7%	5,6%

*Exkl. IFRS 16

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Investeringsstes

När skenet bedrar

Vid en första anblick ser Hanza ut schablonbilden av en kontraktstillverkare. Lönsamheten har historiskt varit svag och cyklisk, vilket rimmar väl med en bransch präglad av stenhård konkurrens och svårigheter att differentiera sitt erbjudande. Varför tro på en förbättring? För att Hanza inte är en vanlig kontraktstillverkare.

Unik strategi ger bättre förutsättningar

Hanzas grundare och vd Erik Stenfors, med lång erfarenhet från kontraktstillverkning bland annat på börsnoterade Note, håller i Hanza på att bygga upp en helt ny typ av kontraktstillverkare. Genom att erbjuda komplett tillverkning nära kundernas slutmarknader i kombination med rådgivningstjänster får Hanza en betydligare 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.

Från uppbyggnadsfas till lönsamhetsfokus

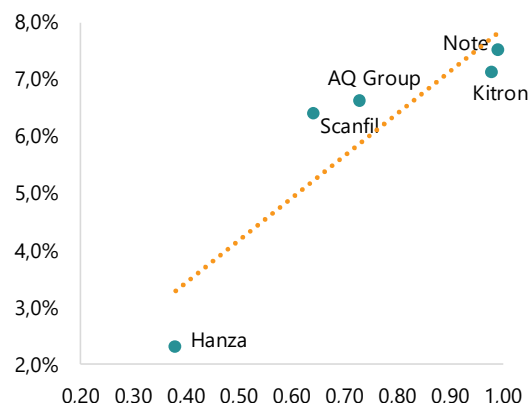
Sett i backspegeln har Hanza växt snabbt under skral lönsamhet, vilket döljer det faktum att Hanza på produktnivå har bättre lönsamhet än traditionella kontraktstillverkare. Den svaga lönsamheten historiskt ska istället ses i ljuset av att bolaget befunnit sig i en långsiktig uppbyggnadsfas. Hanza har 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 Norden där Hanza under 2018–2019 såg en väsentlig lönsamhetsförbättring (se diagram). I takt med att klustren i övriga världen, Baltikum, Tyskland, Centraleuropa och Kina, går samma väg har koncernens lönsamhet potential att förbättras väsentligt. Den långsiktiga lönsamhetstrenden för koncernen är tydligt positiv (se diagram).

Stor potential i aktien

Den kortsiktiga oron kring lågkonjunkturen som covid-19-pandemin orsakat har fått Hanzas aktie att falla kraftigt på börsen. Investerarna är uppenbart oroliga över kombinationen med relativt hög skuldsättning och en cyklisk verksamhet. Efter Hanzas överraskande starka andra kvartal stärks vår bild att Hanza lyckas rida ut den kortsiktiga stormen och på ett par års sikt rör sig mot ~5 procent ebita-marginal. Det räcker för att göra aktien till en potentiell kursdubblare på 2–3 års sikt givet värderingen av konkurrenterna.

Stor kurspotential vid marginallyft

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

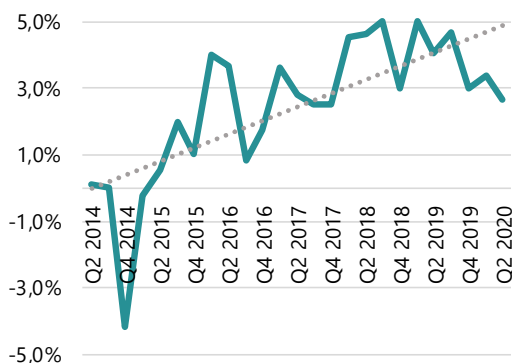


Källa: Refinitiv, Analysguiden.

*R12M = rullande tolv månader.

Långsiktigt positiv lönsamhetstrend

Hanzas just. ebita-marg. 2014–2020 (kvartalsdata)

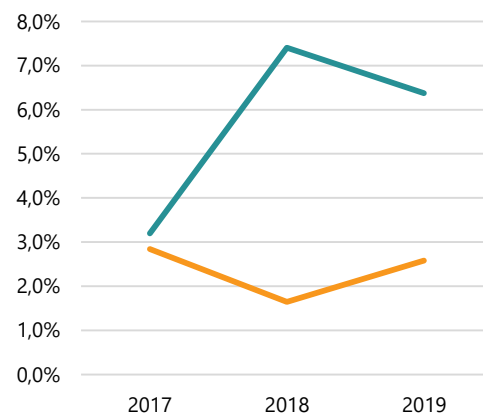


Källa: Bolaget, Analysguiden

Not: Grå linje = linjär trend.

Norden visar på potentialen

Just. ebita-marg. för Norden (grön) & Övriga världen



Källa: Bolaget.

Prognoser & Värdering

Kursreaktionen på Hanzas halvårsrapport, -5 procent, framstår inte som särskilt märklig vid en snabb blick på rapporten. Nettoförlusten på nära 20 miljoner under andra kvartalet, i ett cykliskt bolag med en hygglig nettoskuld, gör naturligtvis att många investerare blir oroliga över balansräkningsrisken. Vid en närmare titt på rapporten blir dock bilden en helt annan.

Starkt underliggande resultat

Hanzas resultat tyngdes till stor del av ett stort åtgärdsprogram i spåren av covid-19-pandemin. I både Sverige och Estland genomfördes stora varsel och produktionsenheter slogs samman. Även i Tyskland reducerades personalstyrkan. Totalt medförde detta engångskostnader på 27,5 miljoner kronor under andra kvartalet.

Justerat för engångskostnaderna var Hanzas ebita-marginal 2,7 procent (4,0) (se diagram). Och då skall beaktas att Hanza bara erhöll cirka 1 miljon kronor i statligt stöd under kvartalet, eftersom bolaget agerade tidigt och valde att varsla personal istället för att permittera. Som jämförelse kan nämnas att exempelvis konkurrenten AQ Group under kvartalet erhöll hela 35 miljoner i statligt stöd under andra kvartalet. Hanzas snabba agerande

Höjer prognoser för 2020

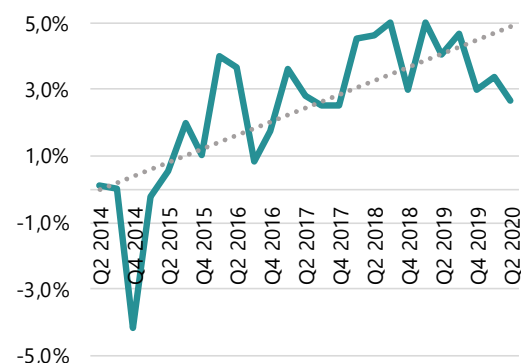
Kvartalet visade i mångt och mycket på Hanzas framsteg. Att volymtappet stannade på cirka 10 procent illustrerar styrkan i bolagets diversifierade kundbas, där kunder inom exempelvis gruvutrustning och maskiner till textilindustrin drabbades hårt medan kunder inom medicinteknik uppvisade god tillväxt. Att den underliggande lönsamheten höll sig uppe så väl trots extrema förutsättningar bådär gott inför framtiden.

Efter rapporten justerar vi upp vår lönsamhetsprognos för 2020 något. Det i kombination med ett bra kassaflöde och positiva tongångar från ledningen om att lånevillkoren justerats med bankerna gör att vi sammantaget ser en reducerad balansräkningsrisk i Hanza efter rapporten.

Inför det andra halvåret är osäkerheten fortsatt stor givet covid-19-pandemin, men vi kan bara hålla med ledningen om att utvecklingen hittills varit bättre än befarat.

Långt ifrån tidigare bottennivåer

Hanzas just. ebita-marg. 2014–2020 (kvartalsdata)



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

Potentiell kursdubblare på 2–3 års sikt

Aktiecasen i Hanza bygger i våra ögon på förståelsen att ledningen har en långsiktig ambition att bygga upp en unikt positionerad kontraktstillverkare. Att vd Erik Stenfors i rapporten talade om att antalet kunddialoger "ökat markant" under våren talar för att störningar i produktbolags tillverkningskedjor på grund av covid-19-pandemin spelar Hanza i händerna. Utsikterna för nya affärer är mycket goda och redan nästa år bör vi se resultat av det.

En normaliserad konjunktur, effekter från genomförda besparingsåtgärder samt nya affärer talar för att Hanza går mot betydligt högre vinstnivåer under 2021–2022. Vi räknar med att den justerade ebita-marginalen rör sig upp mot ~5 procent under perioden.

Konkurrenter och jämförbara bolag som Scanfil, Kitron, Note och AQ Group levererar alla en rörelsemarginal kring 6–8 procent och värderas till ~0,7–1,0 gånger omsättningen på ev/sales (se diagram).

Värderingen av konkurrenterna talar för att Hanza, i ett läge där bolagets rörelsemarginal rör sig upp mot 5 procent, får se ev/salesvärderingen röra sig mot åtminstone 0,55–0,60. Räknat på vår omsättningsprognos för 2022 vid 2 500 miljoner kronor ger det en aktiekurs på uppåt 30 kronor i ett sådant scenario – cirka 120 procent över nuvarande kurs.

I det riktigt långa perspektivet är det också värt att beakta att Hanzas finansiella mål ligger högre, vid 6 procents rörelsemarginal, samt att Hanzas bättre lönsamhet på produktnivå än traditionella kontraktstillverkare ger bolaget bättre lönsamhetsförutsättningar i grunden. På sikt är möjligheterna rimligen goda att nå högre än 5 procents rörelsemarginal.

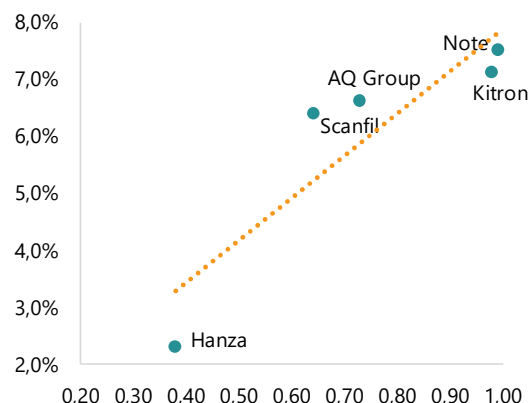
Lägg därtill att Hanzas affärsmodell ligger perfekt i tiden även ur ett miljöperspektiv. Om bolaget lyckas kommunicera miljövinster med bolagets regionala produktionsstrategi till investerarna är det inte alls orimligt att Hanza börjar klassas som en ESG-investering. Givet det kraftigt ökade intresset för ansvarsfulla investeringar skulle en sådan stämpel kunna lyfta Hanzas värdering ytterligare.

Mer kortsiktigt justerar vi upp vår riktkurs till 17 kronor (16), ev/ebit 10 gånger 2021p, med stöd i bolagets reducerade nettoskuldssättning.

Sammantaget är vår bild att risk/reward i Hanza-aktien förbättrats efter halvårsrapporten. Den goda potentialen i aktien består samtidigt som balansräkningsrisken minskat. För långsiktiga investerare är aktien alltså högt intressant.

Konkurrenter illustrerar potentialen

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



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

*R12M = rullande tolv månader.

Verksamheten

Bakgrund

Hanza grundades 2008 av vd Erik Stenfors som har lång erfarenhet från kontraktstillverkning. Han kom närmast från vd-posten på börsnoterade Note som han var med och grundade 1999 och var vd på fram till 2006. Tidigare har han även arbetat med produktutveckling, vilket givit viktiga erfarenheter från upphandling av tillverkning. Med Hanza ville Stenfors ta ett helt nytt grepp inom kontraktstillverkning.

I en bransch präglad av svårigheter att differentiera erbjudandet, stenhård konkurrens, prispress, total utbytbarhet och flytt till lågkostnadsländer såg Erik Stenfors en annan möjlig väg: istället för att tillverka en eller ett fåtal komponenter åt kunden ska Hanza i regionala kluster tillverka alla komponenter åt kunden och montera slutprodukten, och på så vis leverera en helhetslösning till kunden.

Flera teknologier i sex kluster

Hanzas modell bygger på att erbjuda flera olika tillverknings-teknologier samt logistik, slutmontering och test. Bland teknologerna Hanza erbjuder märks bland annat:

- Plåtbearbetning
- Kablage
- Maskinbearbetning
- Kretskort

Vid sidan av detta har Hanza även en produktutvecklingsavdelning som hjälper kunder att ta fram nya produkter. Så sent som under andra kvartalet 2020 vann bolaget ett uppdrag att utveckla en komplett DNA-analysator åt en kund, för att sedan sättas i volymproduktion.

Hanzas kluster är:

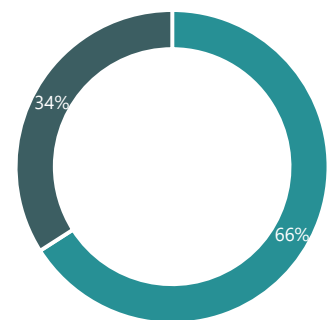
- Sverige
- Finland
- Baltikum
- Tyskland (från 2019 via förvärvet av Ritter)
- Centraleuropa
- Kina

Pendeln svänger tillbaka – produktion flyttar hem

Traditionellt har produktbolag som lagt ut tillverkningen på kontraktstillverkare avtal flera olika leverantörer och i dagens globaliserade värld blir det ofta en komplex, global tillverkningskedja med flera underleverantörer i olika länder, långa transporter och långa ledtider.

Mekanik två tredjedelar av affären

Omsättningsandel per tillverkningsteknologi 2019

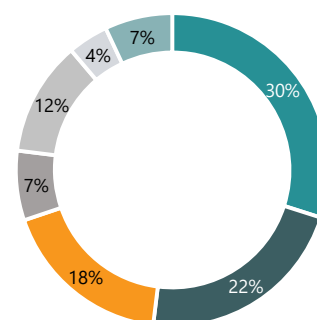


■ Mekanik ■ Elektronik

Källa: Bolaget.

Tre marknader dominerar

Omsättningsfördelning per marknad 2019

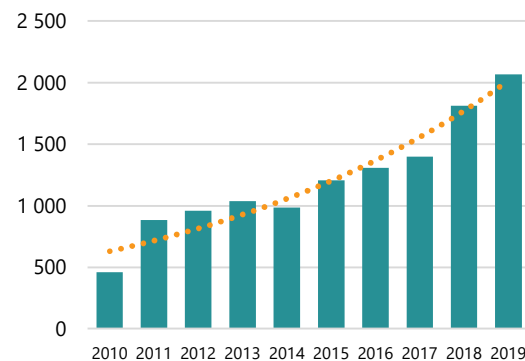


■ Sverige ■ Finland ■ Tyskland
■ Norge ■ Övriga EU ■ Nordamerika
■ Övriga världen

Källa: Bolaget.

Tydligt fokus på tillväxt

Hanzas omsättning 2010–2019, Mkr



Källa: Bolaget.

Drivkraften bakom utvecklingen har i mångt och mycket varit Kinas växande roll som "världens fabrik", en utveckling som tog fart på allvar efter Kinas WTO-inträde 2001.

Alltmer talar dock för den utvecklingen gick för långt och att pendeln är på väg att svänga tillbaka åt andra hållet. Bland faktorerna som påverkar utvecklingen i den riktningen kan nämnas:

- Stigande lönekostnader i Kina och ökad automatisering minskar kostnadsgapet mellan Kina och väst
- Handelskrig och tullar ökar incitamenten för regional produktion för den lokala marknaden
- Covid-19-pandemin och Fukushima-olyckan i Japan 2011 har tydligt illustrerat riskerna med komplexa globala tillverkningskedjor
- Ökat fokus på klimat- och miljöfrågor talar för regional produktion med färre transporter
- Hanza har i flera kundcase visat att regional klusterbaserad tillverkning kan sänka kostnaderna väsentligt. Rekordet är en 49-procentig kostnadsreduktion åt en kund.

Fin kundlista illustrerar potentialen

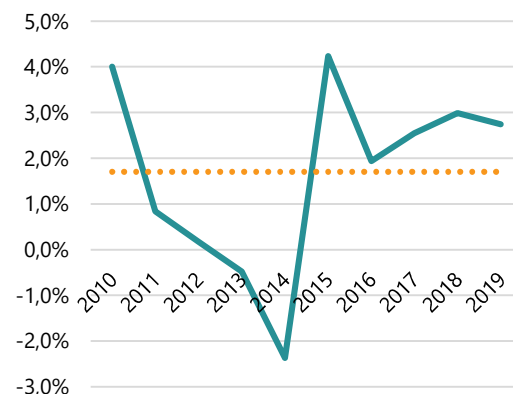
Utmaningen för Hanza ligger mycket i att kunder som väljer Hanzas modell måste vara villiga att lämna det på pappret trygga upplägget med flera leverantörer och istället bli väldigt beroende av Hanza. Den lösningen är av förklarliga skäl svår att sälja på en inköpare, utan det blir snarare en strategisk fråga där Hanza måste förhandla med parter högre upp i kundens organisation, ofta vd och styrelse.

Det faktumet i kombination med att Hanzas modell lämpar sig bäst för produkter som tillverkas i mellanstora serier gör att Hanza har ett tydligt fokus på medelstora bolag eller affärsområden/dotterbolag i storföretag som har en mer decentraliserad struktur. Ur det perspektivet framstår fjolårets intåg i Tyskland via förvärvet av Ritter som helt rätt, givet Tysklands så kallade Mittelstand (stora mängd små- och mellanstora industribolag).

Attraktiviteten i Hanzas modell illustreras vidare av att bolaget har lyckats bygga upp en fin kundlista med bolag som kraft- och automationsjätten ABB, gruvutrustningsföretaget Epiroc, medicinteknikbolaget Getinge och försvarskoncernen Saab.

Svaghet under uppbyggnadsfasen...

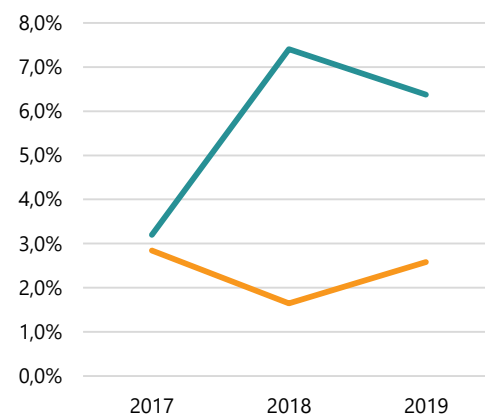
Hanzas rörelsemarginal (ebit) 2010–2019 (grön)



Källa: Bolaget, Analysguiden. Orange linje = snittet 1,7%.

...men Norden visar vägen

Just. ebita-marg. för Norden (grön) & Övriga världen



Källa: Bolaget, Analysguiden

Rådgivningstjänster stärker erbjudandet

Vid sidan av kontraktstillverkningen erbjuder Hanza kunderna ett par tjänster: MIG (Manufacturing Solutions for Increased Growth and Earnings" samt MCS (Material Compliance Solution).

MIG handlar om att Hanza gör en analys av hur kundens tillverkningskedjor kan förbättras. MCS handlar om att ta fram en rapport kring hur kunderna lever upp till olika miljödirektiv, vilket blir allt viktigare. Dessa delar lär aldrig bli någon stor affär för Hanza, men de stärker banden till kunderna och gör Hanza till mer av en strategisk tillverkningspartner åt kunderna.

MIG-projekten kan närmast ses som en del Hanzas försäljningsarbete och är en viktig del i Hanzas arbete att särskilja sig från vanliga kontraktstillverkare. I pandemins spår är det många produktbolag som vill se över sina tillverkningskedjor och ett naturligt första steg i en sådan process är en analys från MIG. Sannolikt kommer dessa MIG-projekt att leda till många nya affärer för Hanza under de närmaste åren.

Hanza – industrins Coor?

Hanzas strategi med fokus på att producera helhetslösningar i kluster innebär i praktiken att bolaget tar en grupp hårt konkurrensutsatta tjänster där det är svårt att sticka ut och skapa en varaktig konkurrensfördel, och paketerar dem på ett sätt som få kan matcha. På så vis påminner Hanzas affärsmodell i flera avseenden om börsnoterade tjänsteföretaget Coor.

Coor förser huvudsakligen storföretag med olika typer av enkla fastighets- och arbetsplatstjänster, såsom städning, fastighetsskötsel, vaktmästeri, receptionstjänster, posthantering, etc. Var för sig är dessa enkla tjänster där konkurrensen är stenhård, utbytbarheten är stor och möjligheten att skapa långsiktig överlönsamhet ytterst begränsad.

Men genom att paketera tjänsterna och sälja en helhetslösning till huvudsakligen storföretag och myndigheter har Coor skapat ett segment där konkurrenstrycket är väsentligt lägre. På den marknaden dominerar i dag tre aktörer i Norden och Coor har över tid uppvisat en väldigt stabil och god resultatutveckling, vilket också avspeglats i en mycket god kursutveckling på börsen sedan börsintroduktionen 2015.

Hanzas likheter med Coor

- * Paketerar hårt konkurrensutsatta "commodity"-tjänster
- * Gynnas av outsourcingtrend
- * Säljer effektivitet/besparing
- * Lojala kunder, få eller inga kundförluster
- * Enklare för kunden med en motpart
- * Mognad/volym på marknad avgör lönsamhet

Hanzas skillnader kontra Coor

- * Levererar produkter istället för tjänster
- * Kapitaltungt vs. kapitallett
- * Hanza saknar stark lönsamhetshistorik

Lyckas Hanza visa att bolagets modell fungerar via en lönsamhet som börjar närma sig det finansiella målet vid 6 procent finns en klar uppsida i att fler institutioner upptäcker aktien. I dag har Hanza ett mycket begränsat institutionellt ägande, medan Coors ägarlista fullständigt domineras av institutioner.

Risker

Den största risken i Hanza ligger i att bolagets verksamhet är cyklisk och att bolagets skuldsättning är relativt hög. Vid årsskiftet var ration nettoskuld/ebitda 2,3, räknat exklusive IFRS 16-effekter, inklusive pensionsskulder och inklusive förvärvade Ritters helårsresultat 2019. Det är ingen alarmerande hög nivå, men väl en nivå som ger bolaget begränsat med svängrum i händelse av en oväntat djup och/eller långvarig konjunkturnedgång.

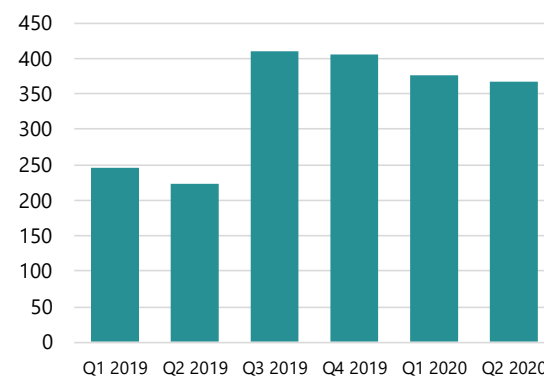
Balansräkningsrisken har dock minskat efter att Hanza första halvåret minskat nettoskulden exklusive leasing med 9 procent (se diagram) samt lyckats upprätthålla lönsamheten bättre än vi tidigare befarat. Vidare är det oerhört positivt att ledningen i halvårsrapporten uppgav att bolaget har ett ”mycket bra samarbete med våra banker” och att nya lånevillkor, s.k. kovenanter erhållits, vilka är anpassade till nedgången till följd av covid-19.

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.

Goda kassaflöden minskar skulden

Hanzas nettoskuld exklusive leasingskulder



Källa: Bolaget, Analysguiden

Not: Kraftigt ökad nettoskuld Q3 2019 p.g.a. Ritter-förvärvet

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