



ANALYSGUIDEN, UPPDRAGSANALYS  
10 maj 2019

**Hanza**

**FORTSATT STARK INTÄKTSTILLVÄXT**

## Innehåll

|  |    |
|--|----|
| <b>Fortsatt stark intäkts tillväxt</b> ..... | 2  |
| Temperatur .....                             | 3  |
| Ledning och styrelse .....                   | 3  |
| Ägare .....                                  | 3  |
| Finansiell ställning .....                   | 3  |
| Potential .....                              | 3  |
| Risk .....                                   | 3  |
| Om koncernens verksamhet .....               | 4  |
| Affärsmodellen .....                         | 5  |
| Tjänster och förvärv ska öka tillväxt .....  | 8  |
| Från uppbyggnads- till utvecklingsfas .....  | 9  |
| Kunder .....                                 | 9  |
| Finansiell ställning .....                   | 10 |
| Resultatutveckling och värdering .....       | 10 |
| Disclaimer .....                             | 13 |



# Fortsatt stark intäktstillväxt

**Hanza-koncernens intäkter ökade med överraskande starka 13 procent i kv1/2019, varav omkring 5 procent bedöms ha varit organisk tillväxt. Rörelseresultatet dras ned av extraordinära kostnader bland annat kopplat till förvärv. Rensat för detta var rörelseresultatet cirka 22 procent bättre än kv1/2018.**



Hanza har vuxit till 1566 anställda per 31 mars 2019 inklusive cirka 50 personer från nyligen förvärvade Toolfac inom skärande bearbetning i Finland. Sedan 2017 finns en struktur med fem tillverkningskluster varav fyra i Europa och ett i Kina. Koncernen adderade under kvartal 2/2018 två ytterligare produktionsteknologier.

Hanza nådde ett rörelseresultat på 17,3 miljoner kronor i kv1/2019. På EBITA-nivå och rensat för extraordinära poster nådde bolaget ett resultat på 25 miljoner kronor i kv1/2019 jämfört med 20 miljoner kronor kv1/2018. Det innebar att EBITA-marginalen justerat för extraordinära poster blev 5,0 procent i kv1/2019 och 4,6 procent i kv1/2018.

Vi kommer fram till ett motiverat värde på Hanza-aktien om 18,8 (18,6) kronor i vårt Bas-scenario. Med en känslighetssimulering om +/-15 procent högre eller lägre långsiktig omsättning och resultatgenomsnitt på det samt +/-0,25% årlig tillväxt från år 2021 (bas-scenario 2,0% tillväxt) varierar Hanza-aktiens motiverade värde från 12,6 (12,9) kronor i ett Bear-scenario till 25,4 kronor (24,8) i ett Bull-scenario. Vi har då räknat med gradvis förbättrad lönsamhet under prognosperioden. Med detta sagt kommer bolaget uthålligt upp i en rörelsemarginal om 4,5 procent i det mest positiva scenariot. Här finns givetvis en potential i aktien om bolaget skulle lyckas överträffa denna nivå.

Vad gäller räntebärande nettoskuld har vi för jämförbarhetens skull räknat exklusive leasingkulder, vilket inkluderas i balansräkningen som en följd av implementering av IFRS16-redovisningsprinciper.

## Utfall och prognoser, Bas-scenario

| MSEK                   | 2015  | 2016   | 2017  | 2018  | 2019P | 2020P |
|------------------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Totala intäkter        | 1 206 | 1 306  | 1 400 | 1 811 | 1 987 | 2 057 |
| Rörelseresultat        | 51,1  | 25,2   | 35,7  | 54,1  | 69,9  | 78,8  |
| Årets resultat         | 37,5  | 1,9    | 16,4  | 20,8  | 36,9  | 44,3  |
| Resultat per aktie, kr | 3,18  | 0,09   | 0,69  | 0,75  | 1,19  | 1,43  |
| P/E-tal                | 2,6x  | 120,7x | 15,8x | 21,9x | 14,2x | 11,9s |
| Eget Kapital           | 254   | 269    | 299   | 411   | 460   | 492   |

Källa: Hanza Holding (utfall) och Carlsquare (prognose)

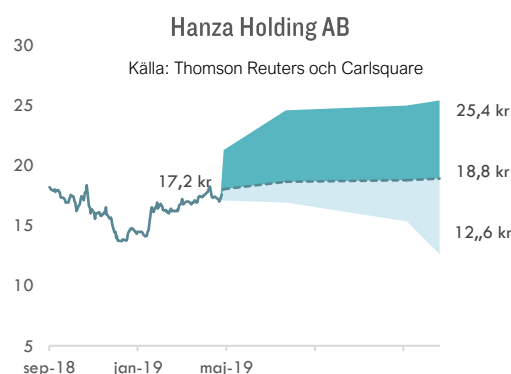
Datum: 10 maj 2019  
Analytiker: Bertil Nilsson, Carlsquare (tidigare Jarl Securities)

Företagsnamn: HANZA HOLDING AB  
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM  
Vd: Erik Stenfors  
Styrelseordförande: Mikael Smedeby  
Marknadsvärde: 527 MSEK  
Senast: 17 SEK  
Kort om Hanza: Hanza är en tillverkningspartner som grundades 2008. Bolagets ambition är att erbjuda tillverkningsrelaterade konsulttjänster och samtidigt själv vara en bred tillverkare.

**Möjligheter och styrkor:** Hanza har en diversifierad kundbas som har en stor budget för kontraktstillverkning och global exponering. Hanzas ledning och styrelse har en omfattande industriell erfarenhet, där ambitionen är att bolaget ska vara mer än bara en kontraktstillverkare. Genom strategiska konsulttjänster (t.ex. MIG) kan bolaget höja sin lönsamhet.

**Risker och svagheter:** Det finns många kontraktstillverkare vilket gör att konkurrensen är omfattande inom sektorn. Det ger kunderna möjlighet att spela ut tillverkarna mot varandra. Verksamheten är dessutom konjunkturkänslig där efterfrågan brukar svänga snabbt när det väl vänder. Det kan då bli en utmaning för bolag som Hanza att anpassa sin verksamhet till lägre volymer.

Värdering: **Bear** 12,6 kr      **Bas** 18,8 kr      **Bull** 25,4 kr



## Temperatur

### Ledning och styrelse



Vd Erik Stenfors har tidigare grundat och varit vd för kontraktstillverkaren Note. Hela ledningsgruppen har omfattande erfarenhet av tillverkningsindustrin, förvärv inom denna sektor och flytt av fabriker.

Ledningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betygssättningen är ledningens erfarenhet, branschvana, företagsledarkompetens, förtroende hos aktiemarknaden och tidigare genomförda prestationer.

### Ägare



Bland de största ägarna finns investerare med omfattande industrierfarenhet som nu sitter i Hanzas styrelse och vd Erik Stenfors. Till huvudägare med bred industriell erfarenhet hör Gerald Engström och Francesco Franzé. Håkan Halén har som tidigare CFO i Hexagon erfarenhet från att driva ett växande bolag.

Ägarna bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är ägarnas tidigare agerande i det aktuella bolaget, deras finansiella styrka, deras representation i styrelsen samt tidigare resultat av investeringar i liknande företag eller branscher. Långsiktighet och ansvarstagande gentemot mindre aktieägare är också väsentliga kriterier.

### Finansiell ställning



Koncernens räntebärande nettoskuld uppgick till 355 miljoner kronor per 31 mars 2019. Av detta var 73 miljoner kronor tillkommande leasingkulder enligt redovisningsregler för IFRS16. Förvärvet av Toolfac adderade ca 27 miljoner kronor i skulder under kvartal 1/2019. Räntetäckningsgraden uppgick till 3,5 ggr i kv1/2019 och bör hamna högre räknat på året.

Den finansiella ställningen bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. I detta beslutskriterium tas hänsyn till bolagets lönsamhet, dess finansiella situation, framtida investeringsåtaganden och andra ekonomiska åtaganden, eventuella övervärden respektive undervärden i balansräkningen samt andra faktorer som påverkar bolagets Finansiella ställning.

### Potential



Betyget tyngs av att branschen är svår att få lönsamhet i, särskilt under tider av lågkonjunktur. Med en hög omsättning kan en liten vinstökning samtidigt ge ett stort genomslag i aktiekursen.

Bolagets potential bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Avgörande för betyget är storleken på bolagets potential i form av ökad vinst i förhållande till hur bolagets aktiekurs värderas i dag. Avgörande är också på vilken marknad företaget verkar och dess framtidsutsikter på denna marknad och lönsamhet. Ett bolag kan få högt betyg även om tillväxutsikterna är låga, förutsatt att aktiens värdering i dag är ännu lägre än utsikterna. På samma sätt kan en högt värderad aktie anses ha hög potential givet att dess tillväxtförutsättningar inte fullt ut redovisas i aktiekursen.

### Risk



Om industrikonjunkturen viker kommer det att drabba Hanza hårt då flera av kunderna kan komma att reducera sina beställningar samtidigt. Förvärvsrisken har minskat i takt med att koncernens grundstruktur nu börjar bli färdig.

Risken bedöms efter en tiogradig skala, där betyg 1 är lågt och betyg 10 är högt. Risken är en sammantagen bedömning av alla de risker som ett företag kan utsättas för och som kan komma att påverka aktiekursen. Betyget grundas på en sammantagen bedömning av företagets allmänna risknivå, aktiens värdering, bolagets konkurrenssituation och bedömning av framtida omvärldshändelser som kan komma att påverka bolaget.



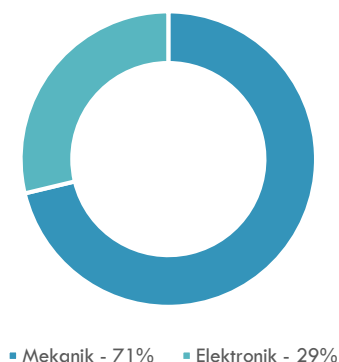
## Om koncernens verksamhet

Hanza-koncernen tillhandahåller en bredd av tillverkningsteknologier som tungmekanik, montering av kretskort, kablage, svarvning, tunnplåtsbearbetning, fräsning, ytbehandling, pulverlack, svetsning, montering och testning. Koncernen har fem så kallade fabrikskluster; Sverige, Finland, Baltikum (Estland), Centraleuropa (Tjeckien/Polen) och Kina. Huvudkontoret ligger i Danderyds kommun, strax norr om Stockholm. Per 31 mars 2019 hade koncernen 1 566 anställda. Genom förvärvet av Toolfac i Finland i januari 2019 tillkommer ytterligare cirka 50 medarbetare.

Nedan framgår koncernens fakturering nedbruten på tillverknings-teknologierna Mekanik och Elektronik. Tidigare hade Elektronik en högre lönsamhet än Mekanik, men detta har fått en minskad betydelse efter att bolagets ställt om till kluster.

Geografiskt fördelar sig intäkterna 50 procent vardera på Norden och Övriga Världen. Koncernens viktigaste kunder återfinns framförallt i Sverige och Finland.

### Hanza-koncernen. Intäkter per tillverkningsteknologi kv2/2018-kv1/2019



Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Hanza-koncernen har tidigare arbetat i två olika faser, den första från 2009 till 2012 och den andra från 2014 till 2017. Koncernen är nu i en tredje fas. Medan den första fasen var en etableringsfas med olika teknologier, innebar den andra fasen att fabriker samlades i kluster samt att rådgivningstjänster kopplades på. Bolagets mål är att nå en tillväxt på tio procent per år genom att växa med sina valda industrikunder samt ta nya rådgivningskontrakt. Historiskt har koncernens tillväxt fördelat sig ungefär hälften vardera organiskt samt via förvärv. Dagens fem

kluster ska kompletteras med nya kunder och tillverkningstekniker, eventuellt också genom ytterligare förvärv. Hanza ska också bearbeta nya geografiska marknader för att komplettera klustren med nya kunder.

Den 1 februari 2018 annonserades förvärvet av Wermlands Mechanics Group med en omsättning på 366 miljoner kronor och en vinst på cirka 25 miljoner kronor år 2017. Wermech är en av Nordens ledande företag inom tillverkning av tunnplåtsdetaljer, en teknik som Hanza tidigare har saknat i det svenska klustret. Förvärvet gjordes till en fast köpeskilling om 145 miljoner kronor samt en rörlig tilläggsköpeskilling upp till maximalt 167,5 miljoner kronor. Hanza betalade ungefär sex gånger Wermechs rörelseresultat 2017, vilket gav ett positivt resultat-arbitrage efter räntekostnader.

I januari 2019 köpte Hanza det finländska företaget Toolfac inom skärande bearbetning med en årlig omsättning på cirka 80 miljoner kronor och ett rörelseresultat på cirka 9 miljoner kronor. Köpeskillingen på skuldfri basis (inklusive övertagande av skulder i målbolaget) uppgick till cirka 45 miljoner kronor eller fem ggr rörelseresultatet, det vill säga ungefär samma värderingsnivå som Wermech köptes på. Köpeskillingen för Toolfac är uppdelad på en kontantdel på 1,5 milj EUR (ca 15,7 milj SEK), nyemittering av 1 miljon Hanza-aktier (ungefär samma värde) samt en tilläggsköpeskilling om maximalt 0,4 miljoner Euro. Skuldökningen i Hanza-koncernens balansräkning är alltså begränsad, endast cirka 10 procent högre nettoskuld efter förvärvet.

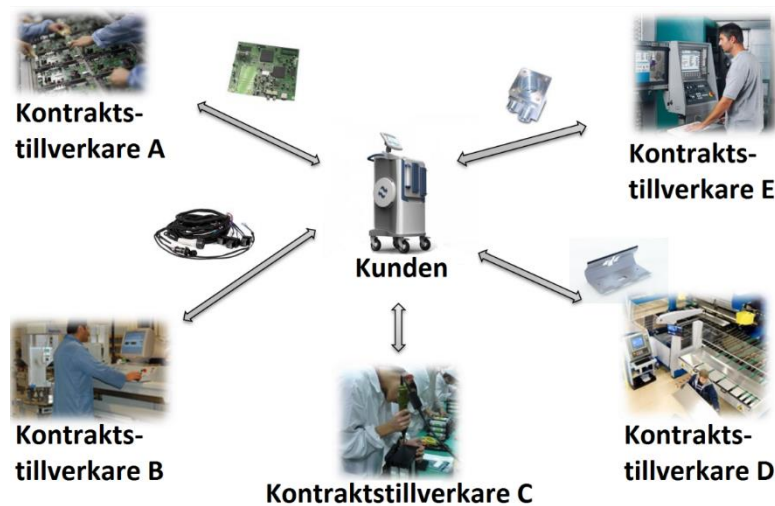
## Affärsmodellen

Hanzas ambition är att ha en sådan bredd och kompetens att de ska kunna vara den enda kontraktstillverkare en kund behöver köpa tillverkningstjänster av. Den underliggande idén är att det är värdeskapande för kunden att samla de tidigare nischade och splittrade tillverkarna på ett ställe istället för att kunden själv ska behöva organisera ett komplicerat samspel mellan underleverantörer. En produkt skickas ofta mellan olika tillverkare som står för olika delmoment, innan produkten så småningom blir klar.

Bolaget framhåller att kunden kan spara mycket större belopp och skapa betydligt högre flexibilitet genom att göra om produktionskedjan från grunden istället för att bara byta ut eller effektivisera en del av den. Här kommer de strategiska produktionsutvärderingarna av kunders produktion (MIG) in, mer om det senare. Vi tror att det är rätt sätt att resonera – ju mer kunden sparar desto mer kan Hanza tjäna. Genom flexibilitet kan kunden ta vara på försäljningsmöjligheter, även detta ger Hanza en fördel.

Bilden nedan visar visionen om hur en kunds produktflöde konsolideras via Hanza.

### Hanza. Schematisk illustration av kontraktstillverkning.



Källa: Hanza

Bilden överst på nästa sida illustrerar hur Hanza ser på lönsamheten och potentialen i branschen. Ju högre upp i pyramiden ett bolag befinner sig desto bättre är lönsamheten och tillväxten. I botten av värdekedjan finns rena underleverantörer som typiskt sett tillverkar enkla komponenter och detaljer åt beställarna. Dessa bolags erbjudanden är mycket likartade – därför är det enkelt för kunderna att spela ut de olika leverantörerna mot varandra och pressa priserna. Resultatet blir en låg lönsamhet för kontraktstillverkarna. Inom detta lägre segment har Hanza själva mönstrat ur en del av sin portfölj av en-produkts-teknologier och rört sig uppåt i värdekedjan. Ett bolag högst upp i pyramiden erbjuder sina kunder mervärde i form av rådgivning inom tillverkning längs hela processen och långtgående omstrukturering av kundernas tillverkningskedja om så krävs. Mervärdet ger möjlighet att tjäna betydligt mer än i de lägre stegen. För att nå till den översta nivån krävs dock starka kundrelationer och stor kompetens om och bredd inom tillverkning. Det är här som den klusterstrategi (en samlad produktion på ett antal olika ställen, där olika tekniker kan samlas) kommer in som Hanza tillämpar.

Hanza. Schematisk illustration av de tre värdestegen i tillverkningspyramiden.



Källa: Hanza

Det kan vara mycket lönsamt att ha långa relationer med kunder som på grund av skalfördelar, praktiska och relationsmässiga skäl vänder sig till samma leverantör för en betydande del av de framtida tillverkningsbehoven.

Arbetet med att etablera industriella kluster med fabriker inom olika tillverknings- teknologier som följt med strategiska förvärv är nu avslutad. Det rationaliserings- program som genomfördes från 2014 till 2017 berörde mot slutet endast Mekanikdivisionen (Elektronikdelen genomgick sin omstrukturering tidigare). Från och med år 2018 har Hanza-koncernen infört en segmentsredovisning per region som följer klusterstrukturen (Norden, Övriga Världen och Affärsutveckling).

Vid Hanzas val av till vilket kluster som tillverkning av en specifik order ska läggas är ett kriterium att försöka hamna så nära kundens forskning och utveckling som möjligt. En annan parameter är vikten av att vara nära slutmarknaden som till exempel Sverige, Tyskland eller Kina. Vid val av produktionskluster vägs också andelen manuellt innehåll som kräver en låg timkostnad in, i den mån det inte kan robotiseras. Trenden är att lågkostnadsproduktion som skall avsättas i Europa numera även tillverkas där och inte längre i Kina. Automatiseringen inom industrin i Europa har också minskat personalkostnadernas andel av totalen.

Kontraktstillverkning är konjunkturkänslig då kunderna kan använda dessa tillverkare som ett sätt att parera perioder med ett högt eller lågt produktions- behov. Hanza tillverkar hela produkter vilket gör att de åtminstone inte på kort sikt kan bytas ut mot någon annan leverantör. Resultatkänsligheten i sektorn har minskat de senaste åren. Förutom att flera bolag i sektorn nu går med vinst, så har Hanzas strategi att lägga samman olika volymer i tillverkningskluster minskat bolagets volym- och resultatkänslighet.



## Tjänster och förvärv ska öka tillväxt

Hanza har flera strategier för att växa snabbare än marknaden:

MIG-analyser där Hanza går in och gör en strategisk översyn av olika tillverkande företags produktionsprocesser är en tjänst som skapades år 2015. MIG är fristående från den tillverkande verksamheten men kan resultera i ökade produktionsvolymerna. Ambitionen på längre sikt är att MIG ska bli en så central del av Hanzas verksamhet att bolaget kan betraktas lika mycket som en konsult än som en tillverkare. Produktionen från MIG-projekt ger högre kundvärde och därmed ligger marginalerna högre här än kontraktstillverkning.

Koncernen kan ta bättre betalt än klassiska kontraktstillverkare. I Norden har Hanza mogna kluster, vilket gör att vinsten på marginalen faller ned på sista raden. I Övriga Världen går en del av vinsten till att stötta utvecklingsenheter.

Ett bra exempel på spinn-off-effekt av tidigare MIG-analyser är att Hanza nu kommer att ta över Silvas tillverkning i Shenzhen, Kina till ett värde överstigande 100 miljoner kronor under en femårsperiod.

Ett nytt tjänsteområde som Hanza börjat utveckla är det som på engelska benämns "Material Compliance Solution". Hanza ger här sina tillverkande kunder råd som hjälper dem att följa de ökade miljökrav som ställs på de råvaror och komponenter som används i produktionen. Precis som MIG innebär den nya tjänsten MCS att Hanza förbättrar sin intäktsmix mot en större andel tjänsteförsäljning med högre marginal än enbart tillverkning. MCS förväntas bli en tjänsteprodukt som används av många av Hanzas kunder som ett sätt att öka kundvärdet, medan MIG är färre och större projekt.

Hanzas förvävsstrategi har fram till 2017 varit att köpa utvalda företag och fabriker baserat på tillverkningsteknologi. Det har ofta handlat om olönsamma bolag som kommit till vägs ände. Framöver (med Wermech som ett första exempel och Tollfac som nummer 2) ska de förvärvade bolagen vara lönsamma. Förvärven kopplas sedan till något av koncernens fem tillverkningskluster. Denna strategi har också inneburit att satsa på utvalda kunder och att fasa ut icke-strategiska kunder. Ambitionen är att förverkliga synergieffekter samtidigt som bolaget kommer närmare sitt mål att bli en "one stop shop" genom att komplettera med nya processer som till exempel tillverkningsteknologier inom plast eller detaljer i tunnplåt, värmebehandling och oförstörande provning. Förvävsstrategin har grundat sig på bolagets analys av de stora trenderna i branschen, som den rådande överkapaciteten i många fabriker samt att konsolidering skapar värde.

## Från uppbyggnads- till utvecklingsfas

Hanza-koncernens framtid beror till stor del på kvaliteten i de MIG-projekt som ska skapa lönsam organisk tillväxt. Dessa uppdrag kan ge en växelvis draghjälp mellan produktions- och rådgivningsuppdrag.

MIG har visat sig utgöra en spännande möjlighet att samtidigt öka tillväxten och klättra upp i värdepyramiden. Den kan även stötta verksamheten i en svagare konjunktur då tillverkningsföretag behöver rådgivning om besparingar ifall efterfrågan skulle vika nedåt. Efter att ha genomlevt finanskrisen, eurokrisen liksom tidigare volymtapp från Finland, Ryssland och Norge är ledningen van att hantera utmanande situationer. Generellt råder nu högkonjunktur på Hanzas samtliga tre nordiska marknader (Sverige, Finland och Norge). Konjunkturutsikterna inför 2019 ser fortfarande goda ut, med reservationen att Europeiska Inköpschefsindex med flera makroindikatorer indikerar en kommande avmattning. De större verkstadsföretagen som Atlas Copco och Sandvik gav en stark bild av det rådande konjunkturläget, som förväntas fortsätta året ut. SKF rapporterar om en försvagning inom fordonsegmentet, en sektor som Hanza undvikit att exponera sig mot.

Vad gäller synergier vid företagsförvärv har Hanzas företagsledning en lång och bred erfarenhet av att hantera tillverkande bolag med olika förutsättningar och geografier. Vidare har ledningen betydande egna aktieinnehav, vilket ökar incitamentet att fokusera på värdeadderande förvärv och inte frestas att växa bara för att bli större.

## Kunder

På Hanzas kundlista finner vi flera välbekanta namn med en tyngdpunkt inom svensk och finländsk industri men även internationella namn som Sandvik, Normet, Saab, Getinge, Kone, Konecranes, Scanreco, Parkin Elmers, Siemens, ABB, Rocla, Metso, 3M, Atlas Copco, John Deere och General Electric. Nyligen tillkom ett flerårigt tillverkningskontrakt med Epiroc, som framhåller Hanzas bredd i sitt erbjudande.

Det faktum att Hanza än så länge bara utgör en bråkdel av ovanstående företags kontraktstillverkning tyder på att bolaget har en bra bit kvar innan det lever upp till sitt motto att vara den enda leverantören.

Hanza-koncernens tio största kunder utgör mindre än 50 procent av omsättningen. Det betraktar vi som en relativt god spridning av kundberoendet. Dessutom har många av Hanzas kunder en global försäljning, vilket ger ett visst skydd mot lokala och regionala konjunktursvängningar. Men även om kunderna är spridda så är deras beställningar till viss del beroende av samma makrotrender och kan därför komma att synkroniserat öka eller minska sina beställningar. Detta blev tydligt under andra halvåret 2014 då bolaget rapporterade sjunkande försäljning när oljepriset föll kraftigt.

Det är ett nyckfullt fenomen att större beställningar från de viktigaste kunderna lätt kan förskjutas ett eller två kvartal i tiden och därmed drastiskt påverka Hanzas beläggning och resultat. Hanza-koncernens strategi att skapa tillverkningskluster bör göra dem mer tåliga för svängningar i efterfrågan jämfört med konkurrenterna.

## Finansiell ställning

Enligt företagsledningen kommer koncernens avskrivningar att överstiga de nödvändiga investeringarna i dess nuvarande fabriks-och maskinpark. I teorin skulle företaget kunna öka sin omsättning utan att behöva investera, därför att maskinparken inte används till sin fulla kapacitet. Den lediga kapaciteten innebär att en ökad ordergång kan leda till betydande vinstlyft, då en del av den förknippade kostnaden redan är tagen. Det är extra uppseendeväckande med tanke på att vi har högkonjunktur i några år nu. De senaste tolv månaderna har koncernens kassaflöde varit mycket starkt, 141 miljoner kronor på operativ nivå inklusive förändring i rörelsekapital.

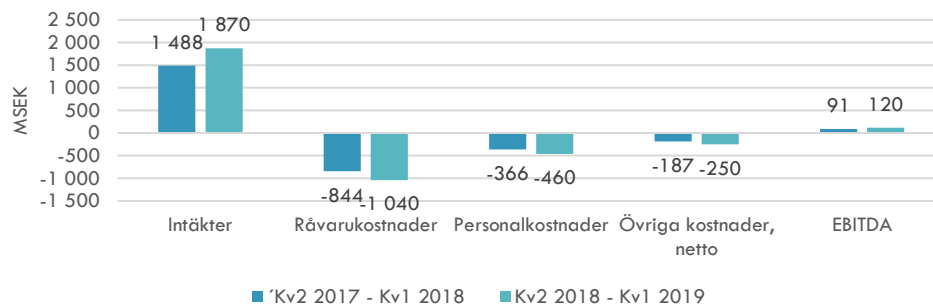
Koncernens räntebärande nettoskuld ökade med 13 miljoner kronor under första kvartalet 2019 till 355 miljoner kronor per 31 mars 2019. Ökningen berodde dock på upptagning av lån för förvärvet av Toolfac i Finland. Leasingskulder på 77 miljoner kronor har tillkommit i kv1/2018 till följd av de nya IFRS16-reglerna. Exkluderas redovisningseffekterna av IFRS16 så uppgick Hanza-koncernens räntebärande nettoskuld per 31 mars 2019 till 280 miljoner kronor, jämfört med 329 miljoner kronor ett år tidigare. Dvs underliggande har koncernens nettoskuld minskat under det senaste året trots tillväxten.

## Resultatutveckling och värdering

Hanzas företagsledning har uttalat att grunden med klusterstruktur och rådgivningstjänster är klar och att koncernen nu går in i en utvecklingsfas. Effekten av kommande förvärv kommer alltså inte ha lika stor betydelse för värderingen av aktien som tidigare. Med detta sagt så verkar förvärvet av Wermlands Mechanics ha gett Hanza-aktien en viss skjuts uppåt. En trolig orsak är att bolaget köptes på låga vinstmultiplar (omkring sex ggr EBIT för 2017) och därmed proforma ökade Hanza-koncernens vinst per aktie proforma från 0,7 kronor före förvärvet till 1,1 kronor efter detsamma. Fullt genomslag blev det dock inte under helåret 2018.

Hanza-koncernen hade en stark resultatutveckling under 2018, dock så var avslutningen fjärde kvartalet något svagare än vi förväntat. Första kvartalet 2019 blev starkt i termer av omsättning som ökade med 13 procent totalt, varav vi uppskattar att omkring 5 procent var organiskt. Hänsyn har då tagits att Wermech ingick från 1 februari 2018 samt att Toolfac i Finland förvärvades i januari 2019.

### Hanzas Intäkter och Kostnader kv2 2017-kv1 2018 jämfört med kv2 2018-kv1 2019



Källa: Bolagets finansiella rapporter.

Koncernens rörelsemarginal förbättrades från 4,3 procent i kv1/2018 till kv1/2019 justerat för extraordinära poster. Ovanstående graf visar att de största kostnadsposterna höll sig ungefär på oförändrade nivåer i förhållande till omsättningen. Råvarukostnader och förnödenheter motsvarade 56 (57 procent) av intäkterna kv1/2019 jämfört med kv1/2018. Samtidigt låg personalkostnaderna på cirka 25 procent av redovisade intäkter. Det ger en rörelsemarginal utan justeringar på relativt låga 3 procent under båda tolv månadersperioderna (kv2/2017-kv1/2018 och kv2/2018-kv1/2019).

Den tillgängliga produktionskapaciteten bör leda till att tillverkningsbranschen successivt konsolideras. Koncentrationen till kluster kan ge möjligheter att sälja av viss övertalig utrustning. Samtidigt motverkas denna utveckling av prispress på produktion över tid och för större serier.



Nedan återfinns en sammanställning av vår DCF-värdering för Hanza-aktien där utgångspunkten är Bas-scenariot (i mitten av tabellen) som hamnar på 18,8 kronor per aktie jämfört med 18,6 kronor i vår senaste uppdatering. I våra Bear- respektive Bull-scenario är omsättningen vid prognosperiodens slut 15 procent lägre respektive högre jämfört med Bas-scenariot. Detta antas slå igenom med sju procent av omsättningsförändringen i lägre eller högre rörelseresultatet. Då denna resultatnivå sedan evighetsdiskonteras med +/-0,25 procent lägre/högre antagen årlig tillväxt, hamnar Bear-scenariots motiverade värde på 12,6 kronor per aktie (tidigare 12,9 kronor), medan Bull-scenariot landar på 25,4 kronor per aktie (tidigare 24,8 kronor).

Vi är medvetna om att vi i våra prognoser ligger lägre än bolagets kommunicerade mål avseende årlig omsättningstillväxt. Förklaringen till detta är dels att vi inte inkluderat antagna förvärv i våra prognoser. Vidare antar vi en konjunkturell avmattning från och med andra halvåret 2019.

En känslighetsanalys som visar aktiens potential i förhållande till bolagets långsiktiga lönsamhet är att om vi applicerar 6 procent rörelsemarginal istället för som nu 4,4 procent rörelsemarginal år 2022 i Bas-scenariot så stiger aktiens motiverade värde från 18,8 kronor till 29,1 kronor (!)

## DCFvärdering

|                                      | Bear   | Bas    | Bull   |
|--------------------------------------|--------|--------|--------|
| Wacc                                 | 10,3%  | 10,1%  | 9,8%   |
| CAGR, 2018 – 2022P                   | 1,5%   | 7,1%   | 12,2%  |
| Tillväxt, evighetsvärde              | 1,75%  | 2,0%   | 2,25%  |
| Rörelsevärde (EV), mkr               | 637,2  | 829,0  | 1034,7 |
| Nettoskul 31/3 2019* mkr             | -246,3 | -246,3 | -246,3 |
| Aktievärde, mkr                      | 390,9  | 582,7  | 788,4  |
| Antal aktier efter utspädning, milj. | 30,98  | 30,98  | 30,98  |
| Värde per aktie, SEK                 | 12,6   | 18,8   | 25,4   |
| Implicit EV/EBIT, 2019P              | 9,1 x  | 11,9x  | 14,8x  |
| Implicit EV/EBITDA, 2019P            | 5,6x   | 7,3 x  | 9,1 x  |

- Nettoskuld exklusive leasingkulder.  
Källa: Carlsquare.

## Disclaimer

Carlsquare AB, [www.carlsquare.com](http://www.carlsquare.com), nedan benämnt Carlsquare, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Carlsquare bedömer som tillförlitliga. Carlsquare 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.

Innehållet får inte kopieras, reproduceras eller distribueras till annan person utan skriftligt godkännande av Carlsquare. Carlsquare ska 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.

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.

Analysen är en så kallad Uppdragsanalys där det analyserade Bolaget tecknat ett avtal med Aktiespararna och där Aktiespararna i sin tur lagt ut uppdraget att skriva analysen på Carlsquare. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Carlsquare har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Carlsquare har rutiner för hantering av intressekonflikter, vilket säkerställer objektivitet och oberoende.

Analytikern Bertil Nilsson äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.