



UPPDRAGSANALYS
21 augusti 2018

Hanza

ANALYSGUIDEN

Innehåll

Högre vinster och högre mål.....	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
SWOT-analys.....	11
Styrkor:.....	11
Svagheter:.....	11
Möjligheter:.....	11
Hot:.....	11
Resultatutveckling och värdering.....	12
Disclaimer.....	14

Högre vinster och högre mål

Hanza förbättrade rörelseresultatet i andra kvartalet med ca 50 procent. Omsättningen var högre medan resultatet ungefär låg i nivå med våra förväntningar. Hanza-aktien har börjat få en välförtjänt uppvärdering till följd av den ökade lönsamheten.



Hanza har vuxit till drygt 1600 anställda efter förvärvet av Wermlands Mechanics Group (Wermech). Sedan 2017 finns en struktur med fem tillverkningskluster varav fyra i Europa och ett i Kina. Bolaget har under andra kvartalet adderat två ytterligare produktions-teknologier och jobbar vidare med produktionseffektiviteten på fabriksnivå.

Hanza nådde ett rörelseresultat på knappt 22 miljoner kronor under kv2/2018, jämfört med 14 miljoner kronor kv2/2017. I förhållande till en omsättningsökning på omkring 150 miljoner kronor under motsvarande period är förbättringen måttlig. För det var omsättningen som slog våra förväntningar, medan rörelseresultatet ser ut att landa på dryga 80 miljoner kronor på helåret 2018, liksom vi antog i vår senaste uppdatering i maj 2018. Men Hanza har nu börjat etablera sig på en högre rörelseresultatnivå och höjer sitt långsiktiga EBIT-mål från 5 till 6 procent.

Vi behåller ungefär våra tidigare EBIT-antaganden på helåret 2018. Inklusive finansnetto (där räntekostnader har ökat) samt positiva valutakursdifferenser hamnar vi ändå högre i våra vinst per aktie-estimat på helåret (2,21 kronor/aktie) än förra gången. Vår prognos för 2019 är samtidigt mer normaliserad och motsvarar ungefär p/e 10 ggr

Vi kommer fram till ett motiverat värde på Hanza-aktien om 17,8 (16,2) kronor i vårt Bas-scenario. Med en känslighetssimulering om +/-20 procent högre eller lägre långsiktig omsättning och resultatgenomsnitt på det samt +/-0,25% årlig tillväxt från år 2021 varierar Hanza-aktiens motiverade värde från 12,7 (11,3) kronor i ett Bear-scenario till 23,2 kronor (21,4) i ett Bull-scenario.

Utfall och prognoser, Bas-scenario

	MSEK	2015	2016	2017	2018P	2019P	2020P
Totala intäkter		1 206	1 306	1 400	1 901	1 958	1 977
Rörelseresultat		51,1	25,2	35,7	82,6	90,5	92,8
Årets resultat		37,5	1,9	16,4	42,1	49,7	52,7
Resultat per aktie, kr		3,18	0,09	0,73	1,45	1,71	1,81
P/E-tal		2,6	120,7	15,8	11,8	10,0	9,5s
Eget Kapital		254	269	299	430	465	502

Källa: Hanza Holding (utfall) och Jarl Securities (prognose)

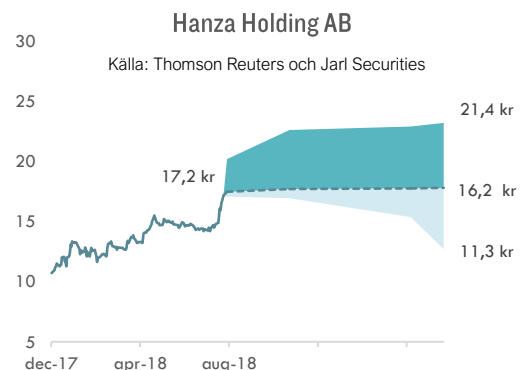
Datum: 21 augusti 2018
Analytiker: Bertil Nilsson, Jarl Securities

Företagsnamn: HANZA HOLDING AB
Lista: FIRST NORTH STOCKHOLM
Vd: Erik Stenfors
Styrelseordförande: Mikael Smedeby
Marknadsvärde: 498 MSEK
Senast: 17,15 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** 12,7 kr **Bas** 17,8 kr **Bull** 23,2 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 stor 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 293 miljoner kronor per 30 juni 2018. Det är en minskning med 36 miljoner kronor jämfört med kvartalet innan, vilket visar att bolagets positiva kassaflöde börjar beta av skulden. Räntetäckningsgraden hamnar givet våra prognoser på betryggande 2,75 ggr.

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 särskilt 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.

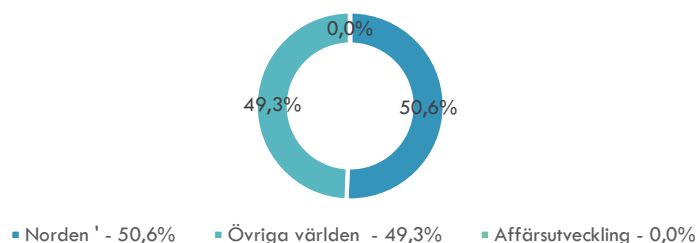


Om koncernens verksamhet

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, Östeuropa, Centraleuropa och Kina. Huvudkontoret ligger i Danderyds kommun, strax norr om Stockholm. Per 30 juni 2018 hade koncernen 1 632 anställda, varav 173 tillkommit från det nyförvärvade bolaget Wermlands Mechanics Group.

Hanza-koncernen lyckades öka sin omsättning med sju procent under helåret 2017 och lyckades nå samma organiska intäktsstillväxt även under första halvåret 2018. Samtidigt blev den totala omsättningsökningen cirka 32 procent inräknat Wermech-förvärvet.

Hanza. Intäkter per segment kv2 2018



Källa: Hanza

Hanza-koncernen har tidigare arbetat i två olika faser, den första från 2009 till 2012 och den andra från 2014 till 2017 och går nu in i en tredje fas. Medan den första fasan var en uppbyggnadsfas för företaget, innebar den andra fasan att fabriker började samlas i kluster samt att rådgivningstjänster kopplades på. I den tredje fasan som nyligen har inletts ska bolaget nå en organisk tillväxt på runt tio procent per år genom att växa med sina valda industrikunder och dessutom ta nya rådgivningskontrakt gällande kundernas produktionsstrukturer. I fas 3 skall dagens fem befintliga kluster (Sverige, Finland, Estland, Tjeckien och Kina) kompletteras

med nya kunder och tillverkningstekniker, eventuellt också genom ytterligare förvärv. Hanza ska också sikta in sig på att bearbeta nya geografiska marknader.

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 (men haft i de andra fyra klustren. Geografiskt säljer företaget en del mot Norge. Förvärvet gjordes till en fast köpeskilling om 145 miljoner kronor samt en rörlig tilläggsköpeskilling upp till maximalt 167,5 miljoner kronor. Tilläggs-köpeskillingen är kopplad till Wermechs omsättning under 2018. Hanza betalade ungefär sex gånger Wermechs rörelseresultat 2017, vilket ger ett positivt resultat- arbitrage efter räntekostnader.

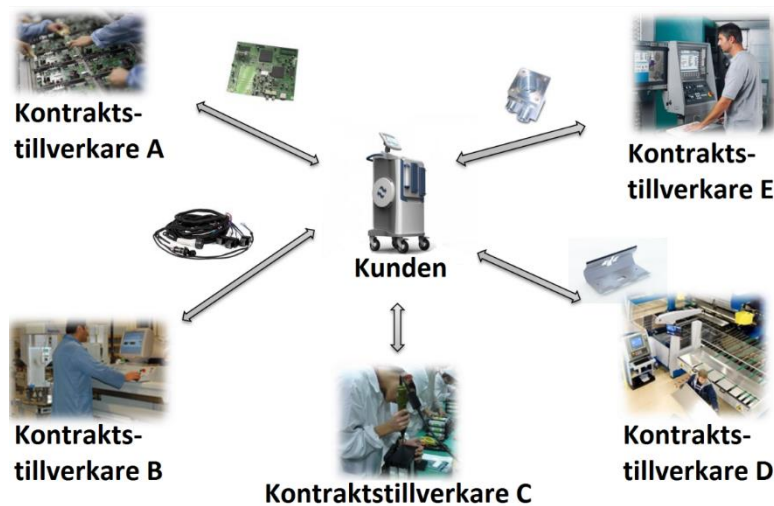
Affärsmodellen

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 under en enad fana 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 produktions-kedjan från grunden istället för att bara byta ut eller effektivisera en del av den. Här kommer de strategiska produktions-utvärderingarna 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 rationaliseringsprogram som genomfördes från 2014 till 2017 kallades Fronrunner och berörde mot slutet endast Mekanikdivisionen (Elektronikdelen genomgick sin omstrukturering tidigare). Även Mekanikdivisionen visar sedan en tid tillbaka ett förbättrat rörelseresultat, även om siffrorna lyfts av Wermech-förvärvet. Från i år 2018 har dock Hanza-koncernen ändrat segmentsredovisningen till en geografisk istället (Norden, Övriga Världen och Affärsutveckling). Förändringen syftar till att bättre spegla koncernens affärsmodell.

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 därför att kunderna kan använda dessa tillverkare som ett sätt att parera perioder med ett högt eller lågt produktions- behov. Resultatkänsligheten har emellertid 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 reducerat bolagets volym- och därmed resultat- känslighet.

Tjänster och förvärv ska öka tillväxt

Hanza har flera strategier för att växa snabbare än marknaden:

Hösten 2015 annonserades MIG (affärskonsulting på strategisk nivå kring kunders produktion och varuflöden mm) kontrakt till ett värde av 100 miljoner kronor över fyra år. I början på 2016 levererade Hanza en MIG-analys som resulterade i försäljning av tillverkning om 30 miljoner kronor på årsbasis. I juli 2016 kom en order från ett norskt företag värt 40 miljoner kronor per år. I februari 2017 erhöles en order från ett finländskt företag värd cirka 50 miljoner kronor. I maj 2017 tecknade Hanza ett nytt produktionsavtal med Saab Defense omfattande produktion av datorprodukter till den internationella marknaden med ett totalt ordervärde om cirka 16 miljoner kronor. I juli slöts ett tillverkningsavtal med medicinteknikföretaget Getinge till ett initialt värde överstigande 10 miljoner kronor. I september 2017 fick Hanza en MIG-order att ta fram en tillverkningsstrategi för Mantex AB inom röntgenbaserade produkter för kvalitetsmätning av biobränsle och pappersmassa. I kvartal 1/2018 annonserade Hanza en MIG-analys åt Silva avseende deras tillverkningskedja i Kina. Denna affär uppskattas vara värd mer än 100 miljoner kronor över en femårsperiod.

MIG är fristående från den tillverkande verksamheten men kan resultera i ökade produktionsvolymmer. 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.

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 tydligt exempel) 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 nu senast detaljer i tunnplåt, värmebehandling och oförstörande provning. Förvävsstrategin har grundat sig på bolagets analys av de stora trenderna i branschen, där överkapacitet fortfarande råder i många fabriker (trots flera år av högkonjunktur) 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 bevisat 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 börjar ledningen bli vana att hantera utmanande situationer. Marknaderna i både Finland och Norge har nu återhämtat sig och blivit bättre, samtidigt som högkonjunkturen i Sverige fortsätter och där exportföretagen gynnas av en svag svensk krona.

Vad gäller synergier vid företagsförvärv har de visat sig inte helt lätta att ta ut. Men företagsledningen har en lång och bred erfarenhet av att hantera tillverkande bolag med olika förutsättningar och geografier. Dessutom har ledningen betydande egna aktieinnehav, vilket ökar incitamentet att fokusera på värdeadderande förvärv och andra åtgärder 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.

Det är värdefullt att ha en kontakt in till dessa kunder som i några fall lägger miljarder kronor på kontraktstillverkare. Det faktum att Hanza än så länge bara utgör en bråkdel av dessa företags kontraktstillverkning tyder dock på att bolaget har en bra bit kvar innan det lever upp till sitt motto att vara den enda leverantören.

Hanza självt framhäver att de tio största kunderna 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 också 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. Genom konsolidering blir Hanzas fabriker mer robusta mot möjliga framtida volymnedgångar. Bolagets 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. Detta tyder på en del kvarstående överkapacitet i koncernen men aktieägarna behöver i alla fall inte oroa sig för dyra investeringar i närtid. Den lediga kapaciteten innebär att en ökad ordergång kan leda till betydande vinstlyft, då en del av den förknippade kostnaden redan är tagen.

Under 2017 ökade kostnader för råvaror och förnödenheter i det stigande konjunkturläge som då rådde, men under första halvåret 2018 är kostnaderna för inköp av råvaror och förnödenheter tillbaka på 54 procent. Räknat på de senaste tolv månaderna 2017/18 jämfört med 2016/17 är råvarukostnadsandelen av intäkterna nere på 56 procent, jämfört med 57 procent året innan.

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

Koncernens räntebärande nettoskuld minskade med 36 miljoner kronor under andra kvartalet 2018 till 293 miljoner kronor per 30 juni 2018, vilket beror på ett starkt kassaflöde där Wemech-förvärvet med all sannolikhet bidrar positivt. Koncernens räntekostnader ligger nu på omkring 30 miljoner kronor i årstakt, vilket motsvarar cirka 1,6 procent av de årliga intäkterna och 36 procent av vårt prognosticerade helårsresultat för 2018.

SWOT-analys

Styrkor:

- Bolaget har en disruptiv affärsmodell som skapar nya värden och nätverk.
- En diversifierad kundbas med betydande budgetar för inköp av kontraktstillverkning och global exponering.
- Ledning och styrelse har gedigen erfarenhet inom branschen.
- Ambition att vara mer än bara en kontraktstillverkare.

Svagheter:

- Konjunkturkänslig verksamhet.
- Hårt konkurrensutsatt marknad med svag tillväxt.
- Svårighet att nå uthållig och tillräckligt god lönsamhet.

Möjligheter:

- Lyckas koncernen förverkliga synergier vid förvärv kan den växa snabbt och med lönsamhet.
- Vid en högkonjunktur gynnas Hanzas bransch särskilt mycket.
- Genom MIG kan Hanza fortsätta att transformera sig från att vara bara en underleverantör till att bli en strategisk partner inom tillverkning.
- Även klusterstrategin ger en förflyttning i företagets position.
- Denna nya tjänsten MCS tar Hanza uppåt i värdekedjan.

Hot:

- Eventuella dåliga förvärv kan bli dyrbara för bolaget.
- En lågkonjunktur eller finansiell kris kan drabba Hanza hårt.
- En del av företagets tillverkning sker i Östeuropa där sanktioner mot Ryssland och organiserad brottslighet kan utgöra problem.
- Prispress inom produktionsdelen från andra aktörer och kunder.

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 ökar Hanza-koncernens vinst per aktie enligt nedan (proforma-siffrorna är beräknade på helåret 2017):

Hanza. Proforma effekter av Wermech-förvärvet

	Före förvärv	Efter förvärv
Omsättning (miljoner kronor)	1 400	1 762
Rörelseresultat efter avskrivning (miljoner kronor)	35,7	61,5
Vinst per aktie (kronor)	0,7	1,1

Källa: Bolagets finansiella rapporter.

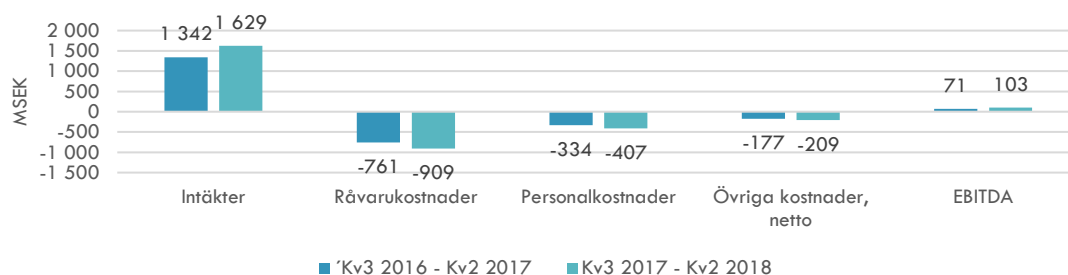
Förvärvet av Wermlands Mechanics Group skedde till en köpeskilling på mellan 145 och 167,5 miljoner kronor. Tilläggsköpeskillingen om maximalt 22,5 miljoner kronor baserar sig på den omsättning som Wermech når under 2018. Förvärvet finansierades med en riktad nyemission av nya Hanza-aktier om cirka 60 miljoner kronor samt ett lån om cirka 90 miljoner kronor. Hanza har tidigare använt den egna aktien som betalning i form av riktade apportemissioner till säljare av förvärvade bolag. Denna betalningsmetod är mer attraktivt att arbeta med givet en högre värdering av Hanza-aktien.

Koncernens rörelseresultat fördubblades nästan från första halvåret 2017 till första halvåret 2018 (från 22 till 40 miljoner kronor). Om vi utgår från att Wermech når ett rörelseresultat på cirka 25 miljoner kronor i årstakt, varav omkring 10 miljoner kronor under perioden 1 februari-30 juni 2018 (då bolaget ingick i Hanza-koncernens konsoliderade siffror) innebär det att gamla Hanzas övriga dotterbolag och verksamheter förbättrade sitt rörelseresultat från 22 till 30 miljoner kronor.

Trots att även andra kvartalet 2018 bjöd på ett starkt kvartal höjer vi endast marginellt vår prognos för rörelseresultatet helåret 2018 från 82,1 till 82,6 miljoner kronor. Till följd av högre räntekostnader (cirka 30 miljoner kronor i årstakt) blir vinstprognosen per aktie nu lägre för helåret 2018 (1,45 kronor per aktie jämfört med tidigare 1,71 kronor per aktie). Samtidigt ligger positiva valutakurs-differenser om 16,7 miljoner kronor under första halvåret inte med i den beräknade vinsten per aktie.

Av diagrammet nedan framgår utvecklingen på ett års sikt för intäkter och kostnadsposterna inom Hanza-koncernen. Råvarukostnaderna har nu kommit ned på rimliga nivåer igen, cirka 56 procent av intäkterna jämfört med cirka 80 procent när det var som värst under 2017. I och med att Hanza-koncernens struktur nu är färdig kommer den att vara mer kostnadseffektiv framöver.

Hanzas Intäkter och Kostnader kv3 2016-kv2 2017 jämfört med kv3 2017-kv2 2018



Källor: Hanza och Jarl Securities

Nedan återfinns en sammanställning av vår DCF-värdering för Hanza-aktien där utgångspunkten är Bas-scenariot (i mitten av tabellen). I våra Bear- respektive Bull-scenario är omsättningen vid prognosperiodens slut 20 procent lägre respektive högre jämfört med Bas-scenariot. Detta antas slå igenom med fem procent av omsättningsförändringen i lägre eller högre rörelseresultatet. Eftersom denna resultatnivå sedan evighetsdiskonteras med +/-0,25 procent lägre/högre antagen årlig tillväxt, hamnar Bear-scenariots motiverade värde på 12,7 kronor per aktie medan Bull-scenariot stiger till 23,2 kronor per aktie.

DCF-värdering

	Bear	Bas	Bull
Wacc	11,5%	11,5%	11,5%
CAGR, 2017 - 2020	-2,2%	3,4%	8,3%
Tillväxt, evighetsvärde	1,5%	1,75%	2,0%
Rörelsevärde (EV), mkr	663,3	810,4	965,3
Nettoskuld 31/3 2018, mkr	-293,3	-293,3	-293,3
Aktievärde, mkr	370,0	517,1	672,0
Antal aktier efter utspädning, milj.	29,02	29,02	29,02
Värde per aktie, SEK	12,7	17,8	23,2
Implicit EV/EBIT, 2018P	8,0 x	9,8 x	11,7x
Implicit EV/EBITDA, 2018P	4,7x	5,7 x	6,8x

Källa: Jarl Securities

Disclaimer

Birger Jarl Securities AB, www.jarlsecurities.se, nedan benämnt Jarl Securities, publicerar information om bolag och däribland analyser. Informationen har sammanställts utifrån källor som Jarl Securities bedömer som tillförlitliga. Jarl Securities 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 Jarl Securities. Jarl Securities 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 Jarl Securities. Analyserna publiceras löpande under avtalsperioden och mot sedvanlig fast ersättning.

Jarl Securities har i övrigt inget ekonomiskt intresse avseende det som är föremål för denna analys. Jarl Securities 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.