

Fyndläge i perfekt positionerad tillverkare

Långsiktig strategi mot skördetid

Kontraktstillverkaren Hanzas unika regionala klusterstrategi är perfekt positionerad i en värld där covid-19-pandemin visat på sårbarheten i komplexa globala tillverkningskedjor och i en värld där miljöaspekter väger allt tyngre. I en bransch normalt präglad av stenhård konkurrens, tunna marginaler och total utbytbarhet har Hanza skapat en affärsmodell som präglas av högre inträdesbarriärer, ökad kundlojalitet och bättre lönsamhetsförutsättningar. När bolaget efter en tolv år lång uppbyggnadsfas går mot en period av lönsamhetsfokus har aktiemarknaden kastat in handduken, vilket skapat ett högt intressant investeringscase.

Nordiska kluster visar på potentialen

I Norden där Hanzas klusterbyggande har kommit längst har bolaget bevisat att modellen fungerar. Två år i rad har ebita-marginalen legat på 6–8 procent. I takt med att Hanzas övriga kluster i Kina, Tyskland, Baltikum och Centraleuropa successivt mognar och når ett högre kapacitetsutnyttjande är utsikterna goda att hela koncernen på några års sikt börjar närma sig det finansiella målet om 6 procents rörelsemarginal.

Potentiell kursdubblare på 2–3 år sikt

Kortsiktigt innebär Covid-19-pandemin dämpad efterfrågan, vilket Hanza bland annat mött med varsel av 90 medarbetare i Sverige och Estland. I ett längre perspektiv spelar pandemin snarare Hanza i händerna och mycket talar för en stark trend med ”backsourcing”, där produktion flyttar tillbaka till väst och där produktion åter sker på mer regional basis för den lokala marknaden. Att Hanza handlas till ev/sales på drygt 0,3 speglar inte alls denna utveckling. Investerarna tycks se på Hanza som en traditionell kontraktstillverkare och helt ha missat bolagets tydliga strategi som skapar bättre lönsamhetsförutsättningar över tid. Vi ser goda möjligheter att bolaget rör sig upp mot 5–6 procents ebita-marginal på 2–3 års sikt och då är aktien en potentiell kursdubblare. På ett års sikt är riktkursen 16 kronor, motsvarande ~ ev/ebit 10 vår prognos för 2021.

Hanza

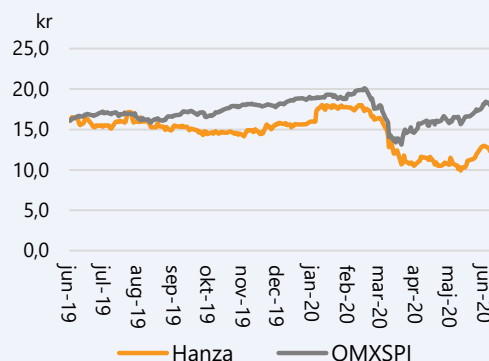
Analys

Datum 16 juni 2020
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch Kontraktstillverkare
Styrelseordförande Francesco Franzé
Vd Erik Stenfors
Noteringsår 2014
Listning Nasdaq OMX Small Cap
Ticker HANZA
Aktiekurs 11,35 kr
Antal aktier, milj. 33,98
Börsvärde, mkr 386
Nettoskuld, mkr 405
Företagsvärde (EV), mkr 791
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	55	110	125
Ebit	57	15	95	110
Nettoresultat	24	-5	59	75
Vinst per aktie	0,69 kr	-0,15 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%	2,5%	4,6%	5,0%
Ebit-marginal	2,7%	0,7%	4,0%	4,4%
Nettoskuld/ebitda*	2,3	3,9	2,0	1,5
P/e-tal	16,3	neg	6,5	5,1
EV/just. ebita	9,2	14,4	7,2	6,3
EV/ebit	13,9	52,7	8,3	7,2
EV/omsättning	0,38	0,36	0,33	0,32
Direktavkastning	0,0%	0,0%	4,4%	6,6%

*Exkl. IFRS 16

Källa: Bolaget, Analysguiden.

Investeringstes

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

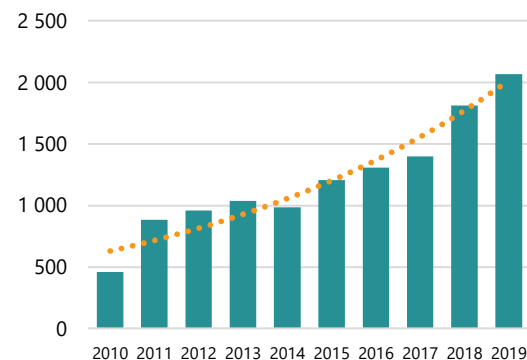
Sett i backspegeln har Hanza växt snabbt (se diagram) under skral lönsamhet, vilket döljer det faktum att Hanza på produktnivå har bättre lönsamhet än traditionella kontraktstillverkare. Den svaga lönsamheten historiskt ska istället ses i ljuset av att bolaget befunnit sig i en långsiktig uppbyggnadsfas. 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.

Värdering speglar inte lönsamhetspotentialen

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. Vårt huvudscenario är dock att Hanza lyckas rida ut den kortsiktiga stormen och på några års sikt rör sig mot 5 procents ebita-marginal. Det räcker för att göra aktien till en trolig kursdubblare givet värderingen av konkurrenterna (se diagram). På nuvarande nivåer är Hanza-aktien i våra ögon högt intressant för långsiktiga investerare.

Tydligt fokus på tillväxt

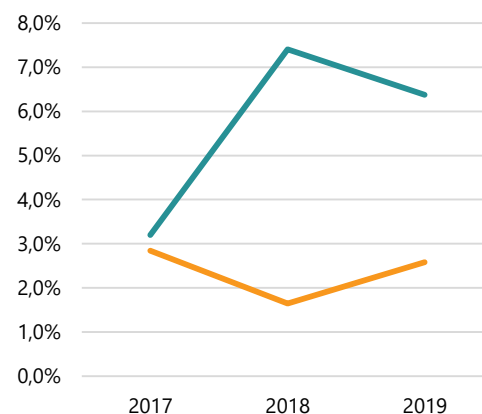
Hanzas omsättning 2010–2019, Mkr



Källa: Bolaget.

Norden visar på potentialen

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

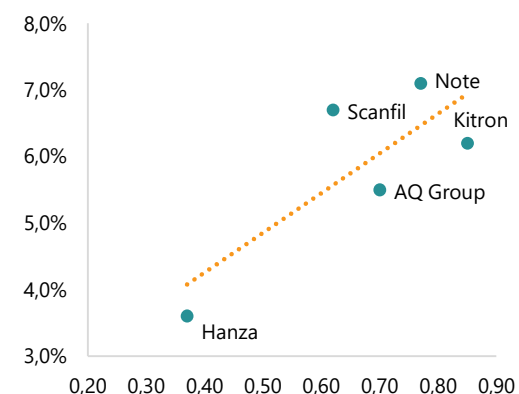


Källa: Bolaget.

Not: Orange linje visar genomsnittet: 1,7%

Stor uppsida vid lönsamhetslyft

EV/sales rull. 12 mån (X-axeln) vs. ebita-marg. ex eo. 2019



Källa: Refinitiv.

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 utbytbart 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.

Fyra teknologier i sex kluster

Hanzas modell bygger på att erbjuda fyra tillverkningsteknologier samt logistik, slutmontering och test. De fyra teknologierna är:

- Plåtbearbetning
- Kablage
- Maskinbearbetning
- Kretskort

Hanzas kluster är:

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

Pendeln svänger tillbaka – produktion flyttar hem

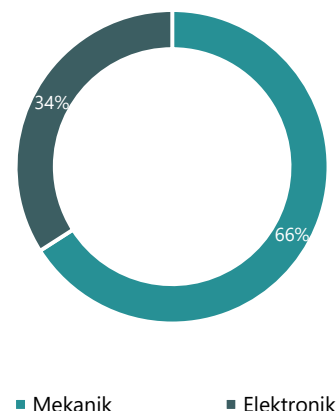
Traditionellt har produktbolag som lagt ut tillverkningen på kontraktstillverkare avtal flera olika leverantörer och i dagens globaliserade värld blir det ofta en komplex, global tillverkningskedja med flera underleverantörer i olika länder, långa transporter och långa ledtider.

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:

Mekanik två tredjedelar av affären

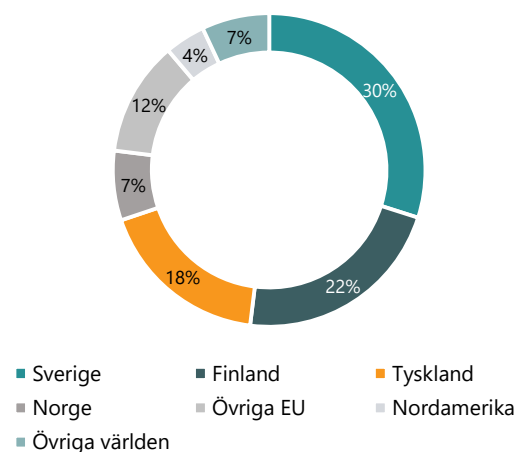
Omsättningsandel per tillverkningsteknologi 2019



Källa: Bolaget.

Tre marknader dominerar

Omsättningsfördelning per marknad 2019



Källa: Bolaget.

- 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, medicintechnikbolaget Getinge och försvarskoncernen Saab.

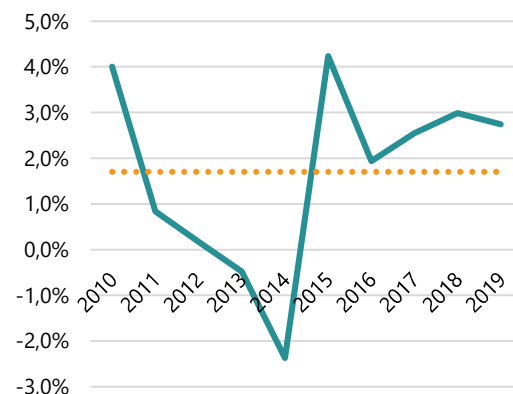
Rådgivningstjänster stärker erbjudandet

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.

Svaghet under uppbyggnadsfasen...

Hanzas rörelsemarginal (ebit) 2010–2019 (grön)

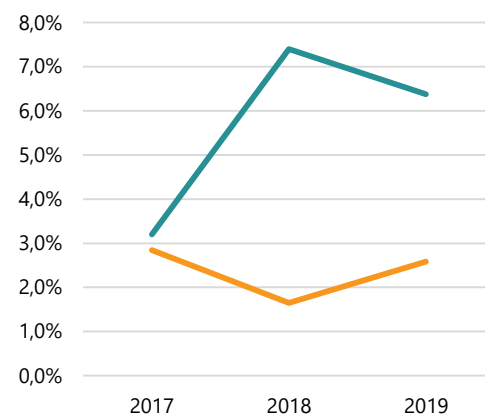


Källa: Bolaget, Analysguiden

Not: Orange linje visar genomsnittet: 1,7%

...döljer underliggande framsteg

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



Källa: Bolaget, Analysguiden

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. kapitallätt
- * 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 konjunktur nedgång.

I ett längre perspektiv är det dessutom 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.

Prognoser & Värdering

Osäkert 2020 – ledningen vidtar åtgärder

Hanza kommer att tyngas av den konjunkturedgång som covid-19-pandemin orsakat och utsikterna för 2020 är minst sagt osäkra. Under första kvartalet syntes emellertid inte särskilt mycket av detta. Hanzas omsättning ökade med 20 procent till 599 miljoner kronor, främst drivet av fjolårets förvärv av tyska Ritter, och rörelseresultatet var i princip oförändrat vid 17 miljoner kronor, motsvarande 2,8 procents rörelsemarginal.

Ledningen mötte covid-19 med ett åtgärdsprogram i april som bland annat inkluderade varsel av totalt 90 personer i Sverige och i Estland. Planen är lägga ner fabriken i Åtvidaberg och konsolidera elektronikproduktionen i Sverige till fabriken i Årjäng.

Kluster Centraleuropa delas dessutom från 1 april upp i två enheter. Den tyska fabrik bolaget förvärvade under 2019 blir utgångspunkt för ett eget kluster med fokus på Tyskland, Österrike och Schweiz. Fabrikerna i Polen och Tjeckien kommer framåt att utgöra det centraleuropeiska klustret.

Tappar knappast kunder – men tappar volymer

I sämre tider gynnas Hanza av att ha en diversifierad kundstruktur där det till och med finns en del kunder som gynnas av covid-19-pandemin, såsom medicinteknikbolaget Getinge. Hanza undviker också exponering mot de mest cykliska segmenten, såsom telekom och bilindustri.

Lägg därtill att bolagets affärsmodell innebär en väsentligt minskad risk för förlorade kontrakt, snarare handlar det om att Hanzas volymer kommer att vika i linje med kundernas volymer. Noterbart är också att Hanza sedan starten inte förlorat en enda kund.

En lågkonjunktur kan vidare innebära möjligheter att ta marknadsandelar då produktbolag ser ett behov av att effektivisera en sub-optimal tillverkningskedja eller outsourca egen produktion.

I våra prognoser växer Hanza omsättningen under 2020, men det är drivet av fjolårets förvärv av tyska Ritter. Rörelsemarginalen faller till låga 0,7 procent när volymerna faller och Hanza tvingas till omstruktureringar för att sänka kostnaderna. På sista raden ser vi risk för en mindre förlust. I detta basscenario ser vi ändå att bolagets skuldsättning inte blir ett problem.

Under 2021 och 2020 räknar vi med en återhämtning där den underliggande lönsamheten successivt stärks och den justerade ebita-marginalen når 5 procent under 2022.

Stor uppsida vid marginallyft

I ett längre perspektiv är Hanza i våra ögon positionerat för att leverera en branschledande lönsamhet. Trots det väljer investerarna att i praktiken värdera Hanzas försäljningskronor i förhållande till den nuvarande lönsamheten (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.

Det går inte att komma ifrån att Hanza på nuvarande nivåer erbjuder en klart intressant risk/reward för långsiktiga placerare. EV/salesvärderingen är så låg att bolaget inte behöver leverera mer än ungefär 3 procents rörelsemarginal för att försvara nuvarande aktiekursen. Och vid sannolika marginalförbättringar kan aktien på några års sikt mer än fördubblas från nuvarande nivåer.

Stor rabatt mot sektorkollegorna

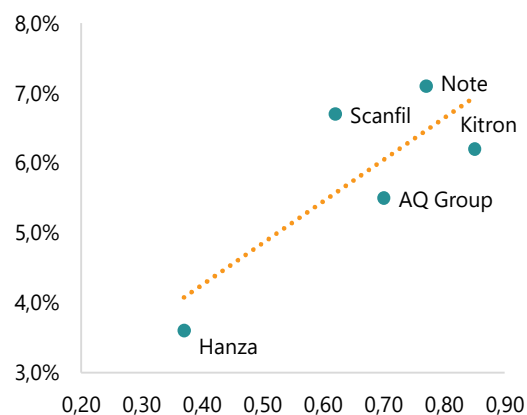
Nyckeltal för Hanza och ett urval jämförbara bolag

Bolag	Börsvärde, Mkr	Land	Oms 2019, Mkr	Ebit-marg. 2019, ex eo.	EV/sales rull. 12 mån	EV/ebit rull. 12 mån	EV/sales 2021p	EV/ebit 2021p	P/e 2021p
Note	1 259	Sverige	1 760	7,1%	0,77	10,7	i.u.	i.u.	i.u.
Kitron	2 042	Norge	3 200	6,2%	0,85	13,5	0,74	10,5	10,6
Scanfil	3 497	Finland	6 084	6,7%	0,62	9,9	0,61	9,1	11,3
AQ Group	2 945	Sverige	5 113	5,5%	0,70	10,6	i.u.	i.u.	i.u.
Medel, jämförbolag	2 436		4 039	6,4%	0,74	11,2	0,68	9,8	11,0
Hanza	386	Sverige	2 068	3,6%	0,36	13,7	0,33	8,3	6,5

Källa: Refinitiv. Nyckeltalen för jämförbolagen bygger på analytikerkollektivets prognoser. Hanzas nyckeltal bygger på är Analysguidens prognoser.

Överlägset billigast på EV/sales

EV/sales rull. 12 mån (X-axeln) vs. ebit-marg. ex eo. 2019



Källa: Refinitiv, Analysguiden

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