

## Urstark organisk tillväxt – riktkursen justeras upp

### Q4: Imponerande tillväxt – tillfällig marginalpress

Under fjärde kvartalet 2021 accelererade Hanzas organiska tillväxt till hela 30 procent – upp från 12 procent under tredje kvartalet. Efterfrågan ökade kraftigt inom både segment Huvudmarknader och Övriga marknader. På lönsamhetssidan var bilden mer blandad: Huvudmarknader ökade den justerade ebita-marginalen i årstakt till 8,7 procent (4,3), medan Övriga marknaders marginal föll till 2,3 procent (4,4). Störningar från pandemin och brist på material påverkade verksamheten negativt och på Övriga marknader tyngdes lönsamheten av det stora expansionsprogrammet i Estland, Polen, Tjeckien och Kina.

### Upplagt för ett starkt 2022 och en ny spännande fas

Stark organisk medvind, en pandemi som ser ut att vara inne på upploppet, fjolårets förvärv i Finland och Tyskland samt investeringar i ökad kapacitet borgar för ännu ett år med tvåsiffrig omsättningstillväxt för Hanza under 2022. På lönsamhetssidan talar mycket för att svackan på Övriga marknader är tillfällig, vilket talar för stärkt lönsamhet framåt. Ledningen talade på rapportkonferensen om att Hanza nu förbereder koncernens nästa fas – fas fyra. Exakt vad den innebär återstår att se – möjligheterna är många. Exempelvis går det att argumentera för att Hanza borde försöka expandera de mest lönsamma klustren i Norden. Samtidigt kan den rekordhöga lönsamheten inte långt från koncernmålet ge ledningen självförtroende att börja bygga nya kluster på en eller flera större marknader.

### Kursfall en överreaktion – höjer rikt Kurs till 52 kronor

Efter Hanzas Q3-rapport höjde vi rikt kursen till 47 kronor – en nivå aktien nådde redan i slutet av november. Därefter fortsatte aktien att stiga rejält på kort tid och nådde över 70 kronor strax efter årsskiftet. Börsoron därefter har resulterat i en skarp korrigerings ner till nuvarande cirka 40 kronor. Vår bild är att kursrallyt till 70-kronorsnivån prisade in väl mycket, samtidigt som kursfallet till 40 kronor innebär en överreaktion åt andra hållet. Räknat på våra uppdaterade prognoser bedömer vi att aktien har goda chanser att nå 52 kronor på ett års sikt, motsvarande ~12 gånger vårt prognosticerade ebita-resultat 2023. Ytterligare förvärv kan addera mer. På risksidan är komponent- och materialbrist ett kortsiktigt bekymmer, men vi ser den största risken i att en eventuell konjunktur nedgång skulle slå mot volymerna till Hanzas industrikunder.

### Hanza

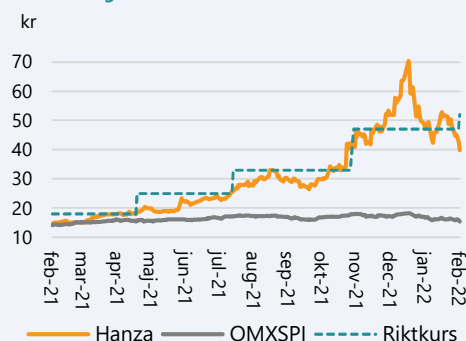
#### Analysuppdatering – Q4 2021

Datum 22 februari 2022  
Analytiker Johan Högberg

#### Basfakta

Bransch Kontraktstillverkare  
Styrelseordförande Francesco Franzé  
Vd Erik Stenfors  
Noteringsår 2014  
Listning Nasdaq OMX Small Cap  
Ticker HANZA  
Aktiekurs 39,80 kr  
Antal aktier, milj. 35,8  
Börsvärde, mkr 1 425  
Nettoskuld, mkr\* 583  
Företagsvärde (EV), mkr 2 008  
Webbplats www.hanza.com  
\*Exkl. leasingkulder

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	2 515	3 010	3 191	3 382
Just. ebita-res.	146	190	204	220
Ebit	128	173	187	203
Nettoresultat	80	115	127	141
Vinst per aktie	2,26 kr	3,20 kr	3,55 kr	3,95 kr
Utd. per aktie	0,50 kr	0,75 kr	1,00 kr	1,25 kr
Omsättningstillväxt	16,7%	19,7%	6,0%	6,0%
Just. ebita-marg.	5,8%	6,3%	6,4%	6,5%
Ebit-marginal	5,1%	5,7%	5,9%	6,0%
Nettoskuld/ebitda	3,1	2,2	1,8	1,4
P/e-tal	17,6	12,4	11,2	10,1
EV/just. ebita	13,8	10,6	9,8	9,1
EV/ebit	15,7	11,6	10,7	9,9
EV/omsättning	0,80	0,67	0,63	0,59
Direktavkastning	1,3%	1,9%	2,5%	3,1%

Källa: Bolaget, Analysguiden.

## Investerings

### Stora trender spelar bolaget i händerna

Hanzas modell med komplett regional tillverkning ligger helt rätt i tiden. Covid-19-pandemin och andra kriser på 2000-talet, såsom blockeringen av Suezkanalen 2021 och Fukushima-olyckan i Japan 2011, har synliggjort bristerna i många bolags globala och komplexa tillverkningskedjor. Lägg därtill att ett kraftigt ökat fokus på miljö och hållbarhet talar för fraktminimerande regional tillverkning. Färsk forskning visar att många producerande bolag efter pandemin ser över sina tillverkningskedjor och mycket talar för att Hanzas unika erbjudande kommer att vara en intressant lösning för många av dessa framöver. Förutsättningarna för fortsatt tvåsiffrig omsättningstillväxt (se diagram) ser vi som mycket goda.

### Unik strategi ger bättre förutsättningar

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

### Från uppbyggnadsfas till lönsamhetsfokus

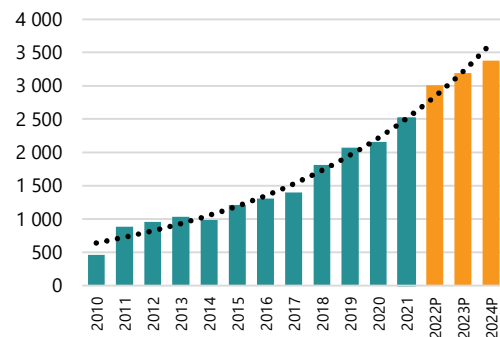
Sett i backspegeln växte Hanza från starten snabbt under begränsad lönsamhet på koncernnivå, vilket döljer det faktum att Hanza på klusternivå har bättre lönsamhet än traditionella kontraktstillverkare. Den svaga lönsamheten historiskt ska ses i ljuset av att bolaget befunnit sig i en långsiktig uppbyggnadsfas. 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 trimmats och nått ett högre kapacitetsutnyttjande har den underliggande lönsamheten för koncernen successivt förbättrats. Den långsiktiga lönsamhetstrenden är tydlig (se diagram).

### Bästa klustren når tvåsiffriga marginaler

Koncernens långsiktiga marginalpotential illustreras av utvecklingen i segmentet Huvudmarknader som under 2018–2019 såg en väsentlig lönsamhetsförbättring, hade en svacka under pandemin och avslutade 2021 med en rekordhög marginal på över 8 procent (se diagram). Då ska dessutom beaktas att Tyskland drar ner den siffran rejält och att Hanzas bästa kluster i Norden når tvåsiffriga marginaler. I takt med att klustren i Övriga världen utvecklas och mognar har koncernens lönsamhet potential att förbättras väsentligt. Under 2020 och början av 2021 tog också segmentet Övriga världen ett stort kliv uppåt, trots pandemin. Nya åtgärder och investeringar i Övriga världen under 2021 borgar för fortsatt marginalexpansion framåt.

### Tvåsiffrig tillväxt under lång tid

Hanzas omsättning 2010-2024P



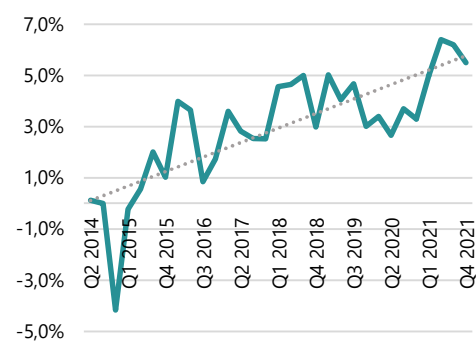
Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

Not 1: Prickad linje är exponentiell trend ~12,4% per år

Not 2: Analysguidens prognos exkluderar framtida förvärv

### Långsiktig positiv marginaltrend

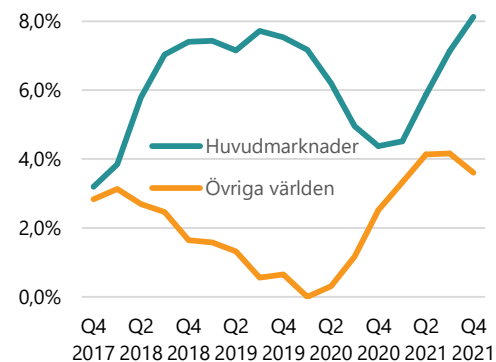
Hanzas just. ebita-marg. Q2 2014–Q4 2021 (kvartalsdata)



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

### Huvudmarknader visar potentialen

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



Källa: Bolaget, Analysguiden

\*Huvudmarknader 2017–2018 = Norden

\*Huvudmarknader 2019–2021 = Norden + Tyskland

## Utsikter och värdering

### Rekordstarkt 2021 – marginalen främsta drivkraften

Hanzas 2021 var på många sätt ett mycket framgångsrikt år. Omsättningen ökade med 17 procent till drygt 2,5 miljarder kronor och den justerade ebita-marginalen stärktes till rekordhöga 5,8 procent (3,2).

Tvåsiffrig tillväxt, till större delen organisk, har alltid varit en del av Hanzas DNA (se diagram på föregående sida). Lönsamheten har det ofta varit sämre med sett i backspeglarna, men under senaste året har Hanzas underliggande lönsamhetsförbättring alltmer börjat synas i de redovisade siffrorna. För första gången nådde den redovisade ebita-marginalen över 5 procent.

Under 2021 lyckades den justerade ebita-marginalen i segment Huvudmarknader ta sig upp till en ny rekordnivå på över 8 procent. Och på Övriga marknader var marginalen uppe över 4 procent, sett till rullande tolv månader, innan en svacka tyngde andra halvåret.

Marginalexpansionen under 2021, vilket varit kärnan i vår investeringstes, har varit den största drivkraften bakom den betydande omvärderingen av aktien, från drygt 10 kronor vid pandemibotten i maj 2020 till över 70 kronor i början av 2022.

### Marginalresan är inte över

Lyfter vi blicken är Hanza inte längre ett lika tydligt ”marginalcase” som för 1–2 år sedan. Vi lär knappast se så dramatiska lönsamhetsförbättringar som mellan 2020 och 2021, men marginalen har ändå goda förutsättningar att fortsätta stärkas. Vi tycker framför allt att följande är värt att beakta:

\* Hanzas mest mogna kluster i Norden levererar en rörelsemarginal på tvåsiffriga nivåer, vilket tydligt signalerar potentialen i Hanzas unika affärsmodell.

\* Segment Huvudmarknader levererar en rekordmarginal på över 8 procent, trots svag lönsamhet i de två tyska förvärven Ritter och Beyers. Ritter har tidvis under pandemin haft negativ lönsamhet och nyligen förvärvade Beyers uppges ligga kring break-even. Dessa verksamheter har påverkats kraftigt av pandemin och har rimligen goda förutsättningar framåt när pandemin lättar.

\* Segment Övriga marknader befinner sig i en tidigare fas än Huvudmarknader, vilket förklarar skillnaden i lönsamhet. Betydande åtgärder och expansionsinvesteringar gör att den positiva lönsamhetstrenden vi sett i Övriga marknader sedan 2020 lär återupptas, senast från andra halvåret 2022.

Sammantaget innebär detta att sannolikheten är väldigt hög att Hanzas långsiktigt positiva marginaltrend kommer att hålla i sig. Samtidigt kommer resan precis som tidigare inte vara helt jämn.

Faktorer som konjunkturen, förvärv, expansionsinvesteringar och omstruktureringar lär ge tillfälliga hack i kurvan även framåt.

### Tillväxten en viktigare faktor framåt

I ett läge där lönsamhetsförbättringar fortsätter att vara en positiv faktor i aktiecasen, men inte fullt lika positiv som senaste året, blir tillväxten relativt sett en viktigare drivkraft.

Ända sedan starten har Hanza varit ett utpräglat tillväxtbolag, vilket den tvåsiffriga tillväxten sedan starten skvallrar om. Då pandemin synliggjort bristerna i komplexa globala tillverkningskedjor har Hanzas långsiktiga tillväxtmöjligheter i våra ögon stärkts av pandemin.

På kort sikt imponerar den höga organiska tillväxten på cirka 30 procent, men den väcker samtidigt en del frågor kring komponenterna. Vad är nya affärer? Vad är en normalisering hos kunder som tappat volymer under pandemin? Och vad är ett resultat av en stark konjunktur? Om det främst handlade om det senare vore det förståeligt om investerarna oroade sig över Hanzas konjunkturkänslighet. Vår bild är emellertid att det handlar om en kombination och att Hanza med sin breda kundportfölj inte är så cykliskt som varken den höga organiska tillväxten eller svängningarna i aktiekursen indikerar.

### Högre multiplar möjligt på sikt

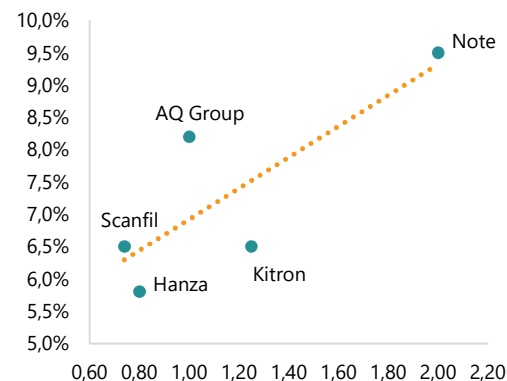
Kontraktstillverkare har av hävd värderats försiktigt av investerarna. P/e-talen har ofta legat kring 10 på grund av låga marginaler och verksamhetens cykliska natur.

I de senare årens uppgångsfas på börsen har investerarna emellertid börjat åsätta starkt presterande kontraktstillverkare högre multiplar. Exempelvis handlas AQ Group till ungefär p/e 14 på den redovisade vinsten 2021, och snabbväxaren Note, som lyckats växa inom ”heta” områden som laddningsprodukter för elbilar och smart belysning (Plejd), värderas till cirka 25 gånger den redovisade vinsten 2021.

I ett läge där Hanza fortsätter att leverera tvåsiffrig tillväxt samtidigt som den långsiktiga marginaltrenden håller i sig, vore det inte överraskande om även Hanza åsattes högre värderingsmultiplar över tid.

### Högre marginaler belönas rejält

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



Källa: Refinitiv, Analysguiden. \*R12M = rull. tolv månader.

## Tidigare analyser

**Q3-uppdatering 2021 – 15 november 2021 (kurs 40,90 kr)  
Riktkurs 47 kr (uppnådd 22 november 2021)**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-accelerande-tillvaxt-och-fortsatt-stark-lonsamhet>

**Q2-uppdatering 2021 – 30 juli 2021 (kurs 25 kr)  
Riktkurs 33 kr (uppnådd 1 september 2021)**

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

**Q1-uppdatering 2021 – 5 maj 2021 (kurs 18 kr)  
Riktkurs 25 kr (uppnådd 27 juli 2021)**

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

**Q4-uppdatering 2020 – 19 februari 2021 (kurs 14,20 kr)  
Riktkurs 18 kr (uppnådd 12 april 2021)**

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

**Q3-uppdatering 2020 – 10 november 2020 (kurs 14 kr)  
Riktkurs 18 kr (uppnådd 12 april 2021)**

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

**Q2-uppdatering – 6 augusti 2020 (kurs 13,45 kr)  
Riktkurs 17 kr (uppnådd 30 mars 2021)**

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

**Q1-uppdatering – 16 juni 2020 (kurs 11,35 kr)  
Riktkurs 16 kr (uppnådd 24 mars 2021)**

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

## Risker

### Konjunktur och konkurrens

Den största risken i Hanza ligger i att bolagets verksamhet är cyklisk och att efterfrågan varierar med konjunkturen. Kontraktstillverkning är samtidigt en hårt konkurrensutsatt bransch. En fördel med Hanzas affärsmodell är dock att bolaget får en närmare kundrelation och på så vis inte blir lika utbytbar som en traditionell kontraktstillverkare. Ledningen jobbar också med att begränsa riskerna vid en eventuell kundförlust. Målet är att ingen kund ska stå för mer än 10 procent av koncernens omsättning och att de tio största kunderna ska stå för maximalt 50 procent av koncernens omsättning.

### Modellen behöver bevisas utanför Norden

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

### Värderingsrisk vid vikande lönsamhet

Den stora omvärderingen av Hanza under 2020–2021 har resulterat i att bolagets ev/sales-värdering stigit till historiskt sett höga nivåer kring 0,8. Även om vår bild är att Hanzas lönsamhetslyft är uthålligt och att det finns ytterligare lönsamhetspotential på sikt, är aktien på nuvarande värderingsnivåer mer riskfylld om lönsamheten av någon anledning skulle vika.

## Disclaimer

Aktiespararna, [www.aktiespararna.se](http://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