

# Marginalen når nya höjder – men resan är inte över

## Q2: Accelererande tillväxt & rekordmarginaler

Under andra kvartalet fortsatte Hanzas återhämtning från pandemin. Den organiska tillväxten accelererade till cirka 10 procent, jämfört med cirka 7 procent under första kvartalet. Omsättningen på 634 miljoner kronor (559) gynnades samtidigt av förvärvet i Finland och tyngdes av valutaeffekter. Lönsamheten var det stora utropstecknet med en justerad ebita-marginal på 6,4 procent (2,7) – med marginal den högsta nivån Hanza presterat hittills. Enda minuset var ett svagt kassaflöde, bland annat påverkat av ökad lageruppyggnad för att möta osäkerheten kring brist på vissa råvaror och komponenter.

## Ytterligare marginalpotential & goda tillväxtutsikter

I rapporten talar vd Erik Stenfors om att cirka 70 procent av Hanza levererar en rörelsemarginal på ~10 procent. Implicit innebär det att övriga 30 procent av koncernen levererar en rörelsemarginal på ungefär -2 procent. Vår bild är att problemen i den svaga delen till stor del handlar om negativa pandemieffekter, framför allt i Tyskland med lockdowns och där Hanzas största kund (inom tekoindustrin) tappat stora volymer. Framåt ser vi god potential till marginal-expansion när de underpresterande delarna normaliseras. Lägg därtill att Hanza är ett utpräglat tillväxtbolag och nu rimligen går mot en spännande period eftersom bolagets koncept med komplett regional tillverkning ligger helt rätt i tiden.

## Uppvärderingen lär fortsätta – höjd riktkurs till 33 kr

Efter Hanzas starka Q1-rapport höjde vi riktkursen från 18 till 25 kronor – en nivå aktien handlas kring efter Q2-rapporten. I spåren av att Hanza fortsätter att förbättra lönsamheten i snabbare takt än vi vågat räkna med justerar vi upp våra prognoser för 2021–2023. Även med relativt försiktiga tillväxtantaganden och utan att räkna med någon snabb vändning för Hanzas underpresterande kluster levererar Hanza riktigt god vinsttillväxt 2021–2023. Lägg därtill goda chanser att ledningen gör ytterligare förvärv, vilket inte ingår i våra prognoser. I takt med att Hanza nu på allvar närmar sig konkurrenternas lönsamhetsnivåer borde Hanza också värderas därefter. Vi justerar upp vår riktkurs till 33 kronor (25), motsvarande ~10 gånger ebita 2022, ~11 gånger ebit 2022 respektive p/e 12,5 2022.

## Hanza

### Analysuppdatering – Q2 2021

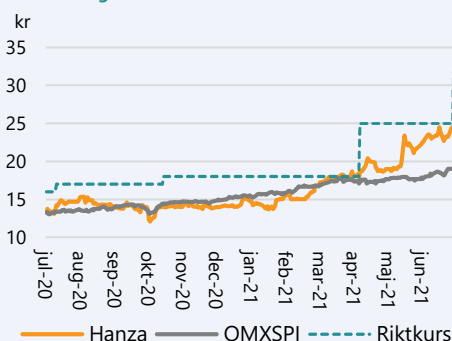
Datum 30 juli 2021  
Analytiker Johan Högberg

### Basfakta

Bransch Kontraktstillverkare  
Styrelseordförande Francesco Franzé  
Vd Erik Stenfors  
Noteringsår 2014  
Listning Nasdaq OMX Small Cap  
Ticker HANZA  
Aktiekurs 25 kr  
Antal aktier, milj. 35,78  
Börsvärde, mkr 895  
Nettoskuld, mkr\* 379  
Företagsvärde (EV), mkr 1 274  
Webbplats www.hanza.com

\*Exkl. leasingkulder

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2020	2021p	2022p	2023p
Omsättning	2 155	2 450	2 622	2 753
Just. ebita-res.	70	135	157	180
Ebit	31	114	142	166
Nettoreultat	-1	70	95	115
Vinst per aktie	0,0 kr	1,97 kr	2,65 kr	3,22 kr
Utd. per aktie	0,25 kr	0,60 kr	0,80 kr	1,00 kr
Omsättningstillväxt	4,2%	13,7%	7,0%	5,0%
Just. ebita-marg.	3,2%	5,5%	6,0%	6,5%
Ebit-marginal	1,4%	4,7%	5,4%	6,0%
Nettoskuld*/ebitda	2,3	1,7	1,3	1,0
P/e-tal	neg	12,7	9,4	7,8
EV/just. ebita	18,2	9,4	8,1	7,1
EV/ebit	41,1	11,2	9,0	7,7
EV/omsättning	0,59	0,52	0,49	0,46
Direktavkastning	1,0%	2,4%	3,2%	4,0%

\*Exkl. leasing

Källa: Bolaget, Analysguiden.

## Investeringsstes

### Rejäl potential i aktien vid lönsamhetslyft

Hanza handlas med en rabatt på nyckeltalet ev/sales jämfört med en trio nordiska kontraktstillverkare (se diagram). Hanza handlas på knappt 0,6 medan konkurrenterna i genomsnitt ligger på nära 1,0. Skillnaden förklaras enklast av att Hanza på koncernnivå är mindre lönsamt, men nu närmar sig Hanza konkurrenterna i rask takt och det finns goda skäl att tro på en fortsatt förbättring de närmaste åren.

### 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 och Siemens.

### Från uppbyggnadsfas till lönsamhetsfokus

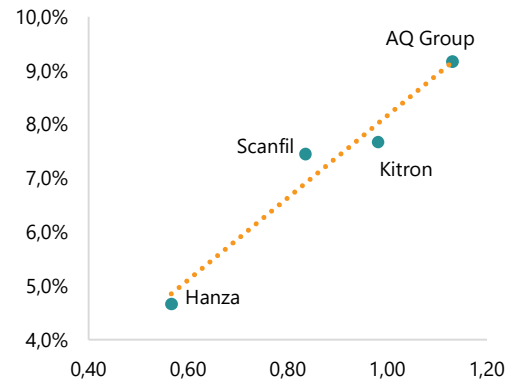
Sett i backspegeln har Hanza växt snabbt under skral lönsamhet, vilket döljer det faktum att Hanza på produktnivå har bättre lönsamhet än traditionella kontraktstillverkare. Den svaga lönsamheten historiskt ska istället ses i ljuset av att bolaget befunnit sig i en långsiktig uppbyggnadsfas. Hanza har behövt förvärva teknologier och investera i fabriker för att ge varje kluster möjlighet att erbjuda kunderna komplett regional tillverkning. Många gånger har bolaget förvärvat bolag i dåligt skick, men i takt med att klustren trimmas och når ett högre kapacitetsutnyttjande kommer lönsamheten att stärkas. Detta illustreras tydligt av utvecklingen i segment Huvudmarknader där Hanza under 2018–2019 såg en väsentlig lönsamhetsförbättring (se diagram). I takt med att klustren i övriga världen går samma väg har koncernens lönsamhet potential att förbättras väsentligt. Under 2020 och början av 2021 tog segmentet Övriga världen ett stort kliv uppåt, trots pandemin. När nu även segment Huvudmarknader vänder upp blir lönsamhetstrenden för koncernen tydligt positiv (se diagram).

### Stora trender spelar bolaget i händerna

Hanzas modell med komplett regional tillverkning ligger helt rätt i tiden. Flera händelser det senaste årtiondet, alltifrån Fukushimaolyckan i Japan 2011 till USA och Kinas frostiga handelsrelationer på senare år till Covid-19-pandemin har synliggjort bristerna i många bolags globala och komplexa tillverkningskedjor. Lägg därtill ett kraftigt ökat fokus på miljö och hållbarhet, vilket talar för fraktminimerande regional tillverkning. Färska undersökningar visar att många producerande bolag ser över sina tillverkningskedjor och mycket talar för att Hanzas unika erbjudande kommer att vara en intressant lösning för många av dessa framöver.

## Betydande rabatt på fsg-kronorna

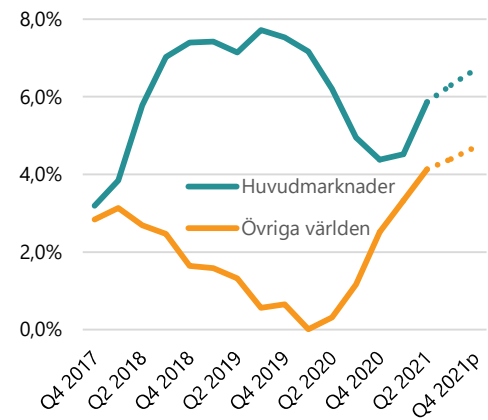
EV/sales R12M (x-axeln) vs. ebit-marg. ex eo. R12M



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

## Båda segmenten lyfter marginalen

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



Källa: Bolaget, Analysguiden

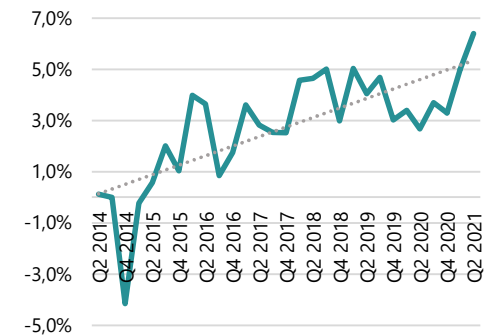
\*Huvudmarknader 2017–2018 = Norden

\*Huvudmarknader 2019–2021 = Norden + Tyskland

\*\*Prickade linjer Analysguidens approximativa prognos

## Rekordhög lönsamhet under Q2

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



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

## Prognoser och värdering

### Rekordhög lönsamhet trots viss motvind

Att Hanzas andra kvartal var starkt aviserade bolaget redan i slutet av juni via en omvänd vinstvarning. Då hette det att rörelseresultatet skulle överstiga 35 miljoner kronor med en omsättning på minst 600 miljoner kronor.

De redovisade siffrorna i Q2-rapporten visade på en omsättning som steg med 13 procent till 633,8 miljoner kronor (559,0) och ett justerat ebita-resultatet som steg till 40,4 miljoner (14,9), motsvarande en marginal på 6,4 procent (2,7).

Utvecklingen överraskade positivt i framför allt ett avseende: de lönsamhetsförbättringar vi räknat med har kommit snabbare än väntat.

Rekordlönsamheten ska dessutom ses i ljuset av fortsatt negativa effekter från pandemin i flera geografier (främst Tyskland och Central-europa) samt att råvaru- och komponentbrist påverkat omsättningen negativt.

### Betydande marginalpotential kvarstår

Att kvartalet inte visar ett Hanza som levererar fullt ut illustreras också av att ~70 procent av koncernen redovisade en rörelsemarginal kring 10 procent, vilket implicit innebär att resterande ~30 procent levererade en rörelsemarginal kring -2 procent.

I vår Q1-uppdatering lyfte vi fram flera faktorer som talar för en vändning för de underpresterande delarna, däribland; att pandemin ebbar ut, historiskt mycket god lönsamhet i den förvärvade tyska verksamheten, samt att mer omogna kluster successivt kommer stärka lönsamheten i takt med att de utvecklas.

Anta exempelvis 10 procents högre volymer i Hanzas underpresterande delar och en marginal på 5 procent – då hade Hanza levererat en rörelsemarginal på cirka 8,4 procent under kvartalet. Då skulle Hanza leverera i nivå med jämförelsebolagen ovan som värderas till ~1 gånger omsättningen på ev/sales jämfört med Hanzas knappa 0,6. Skulle Hanza nå motsvarande värdering ska aktien upp i över 50 kronor.

Mot denna lockande potential ska ställas att resan dit knappast blir snabb och spikrak. Även om ledningen låter väldigt optimistisk kring möjligheterna i Tyskland ska vi nog inte räkna med en rask återgång till tidigare nivåer för den i dag underbelagda tyska verksamheten. Men allt talar för att det värsta ligger bakom Hanza och att bolaget kommer att fortsätta leverera successiva lönsamhetsförbättringar.

## Tillväxten accelererar – viktig drivkraft framåt

Under andra kvartalet ökade Hanzas underliggande organiska tillväxt till 10 procent från 7 procent under första kvartalet. Bolaget har under våren erhållit en rad nya kunder och projekt, vilket är en tydlig signal om en marknad som är på väg att normaliseras.

Efter att under pandemin främst fått in nya mindre kunder via klusterförsäljning kan Hanza nu på allvar återuppta arbetet med försäljning via sin rådgivningsverksamhet – ett mer tidskrävande försäljningsarbete, men också ett där potentialen är betydligt större (normalt 100 Mkr och uppåt).

Samtidigt ges Hanza nu möjligheter att på allvar bearbeta den stora tyska marknaden, som till stor del varit stängd under pandemin på grund av lockdowns. Enligt ledningen har Hanza redan under våren kunnat återuppta de fysiska besöken i Tyskland som är viktiga för att få till nya affärer.

Slutligen låter ledningen fortsatt intresserad av nya förvärv. Givet att Hanza historiskt ofta delfinansierat förvärv med egna aktier är den högre värderingen av Hanza-aktien en fördel.

## Höjer riktkursen till 33 kronor

Efter Q2-rapporten justerar vi upp våra prognoser för 2021–2023, framför allt på lönsamhetssidan. Multiplar på ev/ebita kring 8 respektive ett p/e-tal kring 9 på våra uppdaterade prognoser för 2022 innebär en rabatt mot branschkollegorna, något vi anser alltmer svår-motiverat i takt med att Hanza fortsätter att leverera successiva lönsamhetslyft. Med allt fler bitar på plats justerar vi upp vår rikt Kurs till 33 kronor (25), motsvarande ~10 gånger ebita 2022, ~11 gånger ebit 2022 respektive p/e 12,5 2022.

## Tidigare analyser

**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-rabattvarderad-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.

### 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.

## 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