

## Hanza

# Tillväxtbolaget levererar – riktkursen justeras upp

### Stort lyft på Övriga marknader gav rekordkvartal

Hanzas andra kvartal blev ett rekordkvartal där omsättningen ökade med hela 40 procent, varav 29 procent organiskt, till 886 miljoner kronor (634). Ebita-resultatet ökade till 57 miljoner (40), motsvarande en marginal på rekordhög 6,5 procent (6,4). Noterbart är att siffrorna med marginal översteg de som aviserades i en omvänd vinstvarning den 20 juni (omsättning >850 Mkr och ebita > 50 Mkr). Det stora utropstecknet under kvartalet var segmentet Övriga marknader där ebita-marginalen steg till 5,6 procent, upp från låga 1,3 procent under första kvartalet. Huvudmarknader fick se marginalen vika något i årstakt till 7,6 procent (7,8), men exklusive tyska Beyers som förvärvades i slutet av fjolåret och kör med nollmarginal stärktes marginalen för segmentet till 8,5 procent.

### Fortsatt medvind, stöd från tysk turnaround 2023

Hanza lämnade det andra kvartalet med en rekordhög orderstock, vilket signalerar en stark kortsiktig medvind. Lägg därtill att mycket talar för Hanza under många år framöver kommer att gynnas av flera megatrender som alla talar för en återindustrialisering i väst. Och det i ett läge där produktionskapaciteten i väst är begränsad efter en lång period där produktion flyttade till framför allt Asien. Addera dessutom att Hanzas tyska verksamhet lär börja bidra till resultatet på allvar från nästa år, samt att Hanzas offensiva ledning aviserat att bolagets fjärde fas inleds nästa år. Mot denna positiva bild ska alltmer osäkra konjunktursikter ställas. Givet Hanzas affärsmodell är förlorade kundkontrakt inget betydande orosmoln, men bolaget är inte immunt mot vikande volymer hos befintliga kunder. En diversifierad kundportfölj och en historik utan stora intäktstapp talar emellertid för att Hanza kan gå starkt ur en eventuell konjunktursvacka.

### Justerar upp vinstprognoser och rikt Kurs

Senaste året har Hanza-aktien fluktuerat kraftigt på börsen, med en kurs som såväl varit nere under 30 kronor som över 70 kronor. Efter Q2-rapporten handlas aktien strax över vår senaste rikt Kurs på 52 kronor. I spåren av den starka Q2-rapporten justerar vi upp våra omsättnings- och vinstprognoser något för hela prognosperioden 2022–2024. Det stora lönsamhetslyftet på Övriga marknader stärker oss i övertygelsen att Hanzas samtliga kluster kan nå lönsamhet i nivå med de nordiska klustren – och att det bara är en fråga om mognadsnivå. Konjunkturläget gör att osäkerheten i prognoserna är större än vanligt, men för långsiktiga investerare ser vi inga skäl till oro. I vårt ettåriga perspektiv tar vi sikte på 63 kronor (52), motsvarande ~12 gånger ebita för prognosen 2023/2024p.

### Analysuppdatering – Q2 2022

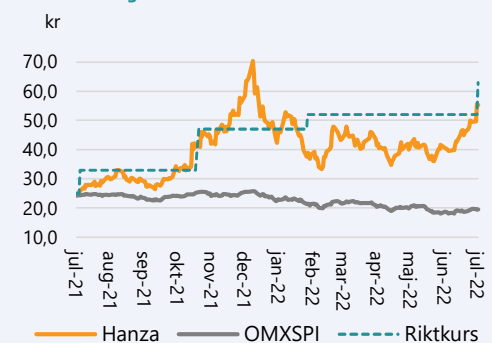
Datum 29 juli 2022  
Analytiker Johan Högberg

#### Basfakta

Bransch	Kontraktstillverkare
Styrelseordförande	Francesco Franzé
Vd	Erik Stenfors
Noteringsår	2014
Listning	Nasdaq OMX Small Cap
Ticker	HANZA
Aktiekurs	54,80 kr
Antal aktier, milj.	35,8
Börsvärde, mkr	1 962
Nettoskuld, mkr*	645
Företagsvärde (EV), mkr	2 607
Webbplats	www.hanza.com

\*Exkl. leasingkulder

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

#### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	2 515	3 360	3 562	3 775
Just. ebita-res.	146	202	228	254
Ebit	128	185	211	237
Nettoresultat	80	110	135	161
Vinst per aktie	2,26 kr	3,06 kr	3,78 kr	4,49 kr
Utd. per aktie	0,50 kr	0,90 kr	1,10 kr	1,25 kr
Omsättningstillväxt	16,7%	33,6%	6,0%	6,0%
Just. ebita-marg.	5,8%	6,0%	6,4%	6,7%
Ebit-marginal	5,1%	5,5%	5,9%	6,3%
Nettoskuld/ebitda	3,1	2,0	1,6	1,3
P/e-tal	24,2	17,9	14,5	12,2
EV/just. ebita	17,9	12,9	11,4	10,3
EV/ebit	20,4	14,1	12,4	11,0
EV/omsättning	1,04	0,78	0,73	0,69
Direktavkastning	0,9%	1,6%	2,0%	2,3%

Källa: Bolaget, Analysguiden.

## Investeringsstes

### 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. På slutet har även kriget i Ukraina gjort bolag uppmärksamma på politiska risker, vilket är ytterligare en faktor som talar för ökad lokal produktion i väst. 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. 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. Att kundbasen dessutom är diversifierad utan ett stort beroende av en eller ett fåtal storkunder innebär samtidigt en affärsmodell med lägre risk än hos en traditionell kontraktstillverkare.

### Från uppbyggnadsfas till lönsamhetsfokus

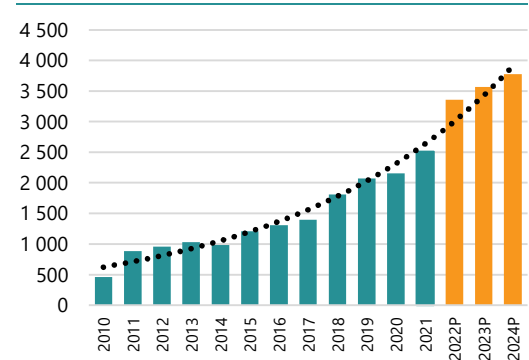
Sett i backspegeln växte Hanza från starten snabbt under begränsad lönsamhet på koncernnivå, vilket döljer det faktum att Hanza på klusternivå har bättre lönsamhet än traditionella kontraktstillverkare. Den svaga lönsamheten historiskt ska ses i ljuset av att bolaget befunnit sig i en långsiktig uppbyggnadsfas. 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 långsiktigt positiva 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.

### Tvåsiffrig tillväxt under lång tid

Hanzas omsättning 2010–2024P



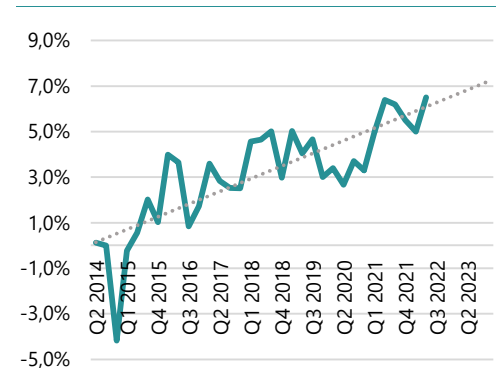
Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

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

Not 2: Analysguidens prognos exkluderar framtida förvärv

### Marginaltrend pekar tydligt uppåt

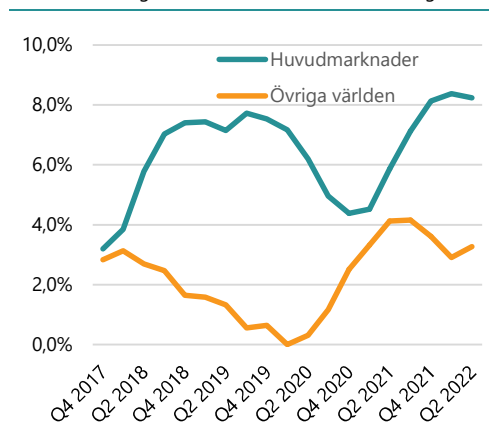
Hanzas just. ebita-marg. Q2 2014–Q2 2022 (kvartalsdata)



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 2019–2022 = Norden + Tyskland

## Utsikter och värdering

### Imponerande lönsamhetslyft på Övriga marknader

Efter att par kvartal med en pressad ebita-marginal på Övriga marknader, kring 1–2 procent, vände segmentet upp med besked under andra kvartalet. Ebita-marginalen under andra kvartalet på 5,6 procent innebar att gapet mot segment Huvudmarknader minskade rejält, från 6,4 procentenheter under första kvartalet till 1,9 procentenheter (se diagram). Ledningen har kommunicerat att lönsamhetsgapet ska minska, och nu levererade man rejält på denna front, vilket skingrar eventuell oro kring Övriga marknaders lönsamhet.

Vid sidan av rekordlönsamhet upplever Hanza fortsatt en otroligt god efterfrågesituation, avspeglad i hela 29 procents organisk tillväxt under andra kvartalet. Vår bild är att tillväxten drivs av flera faktorer. Dels har Hanza en tydlig medvind från trenden med ökad produktion nära slutkunderna, vilket innebär en kraftigt ökad efterfrågan på produktionskapacitet i framför allt västvärlden. Dels finns en cyklisk komponent med bra fart i industrin, och slutligen en priskomponent drivet av ökade priser på insatsvaror som Hanza skickar vidare.

Addera till detta en rekordstor orderbok, en ledning som inte ser några moln på konjunkturhimlen, att den tyska verksamheten som omsätter kring en halv miljard börjar bidra till lönsamheten nästa år, och det finns många skäl till optimism.

Givet hur bolaget har levererat på såväl tillväxt- som lönsamhetsfronterna från start fram till i dag, i kombination med förbättrade förutsättningar för Hanzas affärsmodell i spåren av pandemin, kriget i Ukraina, kraftigt ökat fokus på hållbarhet, etc., framstår det inte på något sätt som överoptimistiskt att räkna med att Hanzas historiskt starka tillväxt- och lönsamhetstrender kan bestå i flera år framöver.

Då Hanza nu nått målen från fas tre kommer styrelse och ledning att under hösten genomföra ett strategiarbete inför Hanzas fjärde fas. Nya mål kommer att presenteras i början av 2023. I rapporten talar ledningen om att ”skala upp” och att ”möta globala behov”. Det låter onekligen som att Hanza siktar på att etablera kluster i nya geografier. Givet bolagets fina kundlista med många globala storföretag finns definitivt en potential i att exportera Hanzas klustermodell till andra stora marknader, exempelvis Nordamerika eller fler större ekonomier i Europa.

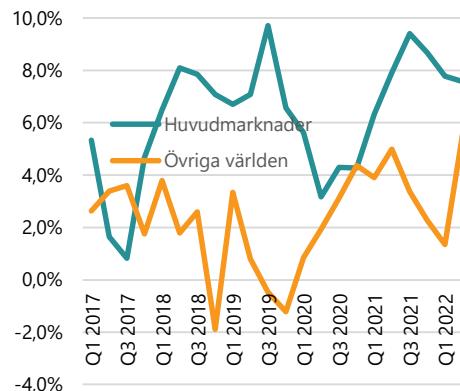
### Lågkonjunktur – risk och möjlighet

Mot den tydligt optimistiska bilden ovan ska en ökad osäkerhet kring konjunkturen ställas, även om några sådana spår ännu inte syns i Hanzas siffror.

Den kraftigt stigande inflationen och de höjda räntorna i spåren av denna har redan börjat märkas av i bygg- och fastighetssektorerna och i ett kraftigt vikande konsumentförtroende. Även om industrin hittills tuffar på relativt obemärkt, är risken uppenbar att det bara är en tidsfråga innan konjunktursvackan börjar synas även där.

### Övriga marknader utropstecknet

Just. ebita-marg. per affärsområde 2017–2022, kvartalsdata



Källa: Bolaget.

För Hanzas del är den stora risken i en eventuell konjunktursvacka inte kundtapp, givet bolagets affärsmodell som knyter kunderna nära bolaget. I stället ser vi främst en risk i volymtapp hos befintliga kunder.

Hanzas historik, där omsättningen bara minskat under ett enda år, i kombination med en väldiversifierad kundstock, gör att bolaget har goda möjligheter att rida ut en konjunkturedgång. Lägg därtill den underliggande medvinden från trenden där produktion flyttas hem från framför allt Asien. Det ger ett flöde av nya affärer som åtminstone delvis kan dämpa ett cykliskt volymtapp.

Slutligen visar historiken att bolag har en ökad tendens att se över sina tillverkningskedjor i sämre tider. Det öppnar upp för Hanza att ta nya marknadsandelar i en eventuell konjunktursvacka.

### Höjd riktkurs till 63 kronor (52)

Hanzas kortsiktigt starka utveckling i kombination med de mer oklara konjunkturutsikterna gör att osäkerheten i prognoserna är större än vanligt. Det är inte alls orimligt att Hanza fortsätter att överraska positivt i ytterligare några kvartal, men det är heller inte orimligt att konjunktursignalerna snart börjar synas i orderingången och att utvecklingen blir sämre än marknaden räknat med.

I detta läge väljer vi i våra prognoser att ta fasta på Hanzas långsiktiga trender som vi bedömer som uthålliga. På tolv månaders sikt ges då en riktkurs på 63 kronor (52), räknat på ev/ebita ~12 gånger på snittprognosen 2023/2024. Till det ska adderas, som vi varit inne på tidigare, att multipelexpansion framstår som rimligt på sikt. Kortsiktigt vågar vi inte räkna med det givet en marknad som på slutet mer präglats av multipelkontraktion.

## Tidigare analyser

**Q1-uppdatering 2022 – 10 maj 2022 (kurs 34,80 kr)**

**Riktkurs 52 kr (uppnådd 21 juli 2022)**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-bra-lage-langsiktiga-i-undervarderat-tillvaxtbolag>

**Q4-uppdatering 2021 – 22 februari 2021 (kurs 39,80 kr)**

**Riktkurs 52 kr (uppnådd 21 juli 2022)**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-urstark-organisk-tillvaxt-riktkursen-justeras-upp>

**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-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. 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.

### Skuldsättningen vid kraftigt resultatfall

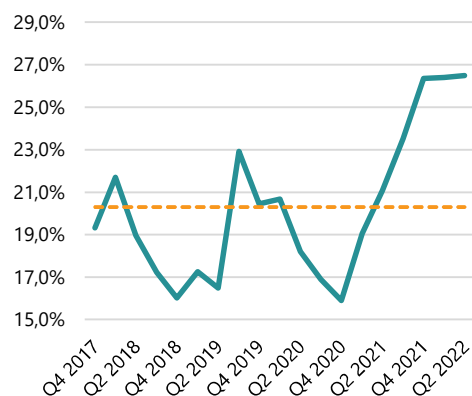
Vid utgången av andra kvartalet 2022 var Hanzas nettoskuld/ebitda 2,0. Det är en klart hanterbar nivå, men om resultatet på grund av exempelvis en kraftig global konjunkturedgång skulle vika kraftigt, då skulle denna kvot kunna stiga till nivåer där skuldsättningen blir ett problem. Här bör dock inflikas att Hanzas kassaflöde kortsiktigt påverkats negativt av lageruppbyggnad (se diagram), delvis på grund av komponentbristen vilket skapat behov av större säkerhetslager. I händelse av vikande efterfrågan kommer lagret normaliseras, kassaflödet förbättras och skuldsättningen falla.

### 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.

### Mycket kapital bundet i varulagret

Varulager som andel av omsättning rullande 12 månader



Källa: Bolaget, Analysguiden.  
Orange linje är medelvärdet 20,3%.

## 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