

Stor potential om de nya finansiella målen uppnås

Starkt Q3 – markant förbättring på Övriga marknader

Under tredje kvartalet fortsatte Hanzas starka utveckling med en organisk tillväxt i årstakt på 26 procent – nästan i paritet med andra kvartalets 29 procent. Inklusivt förvärv och valutaeffekter var omsättningsökningen hela 40 procent till 838 miljoner kronor (597). Det justerade ebita-resultatet ökade till 52,4 miljoner (37,3), motsvarande en marginal på 6,3 procent (6,2). Utropstecknet under kvartalet var segment Övriga marknader där ebita-resultatet mer än fördubblades under kvartalet till 20,2 miljoner (9,5). Kraftigt ökade priser på energi och vissa material under kvartalet gjorde att Hanza förde över det till kunderna utan påslag av marginal, vilket påverkar tillväxten positivt, men tynger marginalen.

Nya offensiva mål trots trolig konjunktursvacka 2023

Den stora nyheten i rapporten var att Hanza presenterade höjda finansiella mål, där omsättningen 2025 ska vara minst 5 miljarder och ebita-marginalen minst 8 procent. Omsättningsmålet innebär implicit en tillväxt på ~14 procent per år till 2025 (räknat på vår omsättningsprognos för 2022), att jämföra med tidigare målet på 10 procent. Det gamla marginalmålet var på 6 procent. De nya målen signalerar självförtroende givet att mycket talar för en sämre konjunktur under 2023. Hanza rider emellertid på en stark trend där produktion flyttar hem till väst igen, och den strukturella medvinden kan troligen motverka den cykliska motvinden i viss utsträckning. Osäkerheten inför 2023 är stor, men Hanza är samtidigt rustat för att rida ut en konjunktursvacka.

Kortsiktig osäkerhet vs. långsiktig potential

Efter Q3-rapporten gör vi bara mindre justeringar i våra estimat för 2022, men justerar ner prognoserna något för 2023–2024 i spåren av sämre konjunkturutsikter. Eftersom de nya målen som sträcker sig till 2025 adderar vi en prognos för 2025 redan nu. Där hamnar vi något under det nyligen satta finansiella målet, men då skall beaktas att våra prognoser inte inkluderar framtida förvärv. Hanzas skuldsättning väntas falla rejält de närmaste åren, vilket ger ledningen ett betydande förvärvsutrymme. Inklusivt förvärv är målen högt satta, men fullt realistiska. Skulle bolaget nå de finansiella målen ser vi en aktiekurs på minst 100 kronor i slutet av 2025 givet ett p/e-tal i linje med det historiska snittet på 12. Det motsvarar omkring 30 procents årlig avkastning och skulle göra aktien till en kursdubblare på tre års sikt. Med välförtjänt multiplexpansion kan det bli mer. Sammantaget fortsätter vi att se Hanza som en högtintressant investering i ett längre perspektiv. Kortsiktigt är utvecklingen mer svårbedömd, men vi fortsätter att ta sikte på 63 kronor, vilket motsvarar ungefär 12 gånger det justerade ebita-resultatet 2024 respektive ett p/e-tal på knappt 15.

Hanza

Analysuppdatering – Q3 2022

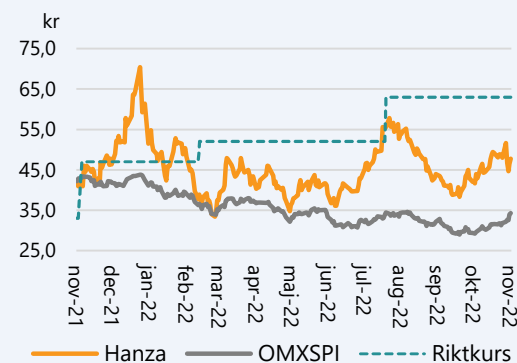
Datum 14 november 2022
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch Kontraktstillverkare
Styrelseordförande Francesco Franzé
Vd Erik Stenfors
Noteringsår 2014
Listning Nasdaq OMX Small Cap
Ticker HANZA
Aktiekurs 47,80 kr
Antal aktier, milj. 35,8
Börsvärde, mkr 1 711
Nettoskuld, mkr* 603
Företagsvärde (EV), mkr 2 314
Webbplats www.hanza.com

*Exkl. leasingkulder

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022p	2023p	2024p	2025p
Omsättning	3 351	3 418	3 760	3 985
Just. ebita-res.	197	188	240	278
Ebit	178	171	223	261
Nettoresultat	99	106	151	185
Vinst per aktie	2,77 kr	2,97 kr	4,22 kr	5,16 kr
Utd. per aktie	0,90 kr	1,00 kr	1,20 kr	1,50 kr
Omsättningsstillväxt	33,2%	2,0%	10,0%	6,0%
Just. ebita-marg.	5,9%	5,5%	6,4%	7,0%
Ebit-marginal	5,3%	5,0%	5,9%	6,5%
Nettoskuld/ebitda	1,9	1,5	1,1	0,8
P/e-tal	17,3	16,1	11,3	9,3
EV/just. ebita	11,7	12,3	9,6	8,3
EV/ebit	13,0	13,5	10,4	8,9
EV/omsättning	0,69	0,68	0,62	0,58
Direktavkastning	1,9%	2,1%	2,5%	3,1%

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 och spänningarna runt Taiwan 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. Bolaget verksamhet kännetecknas ett tätt samarbete med kunderna och långa kontrakt. Redan i dag har Hanza en fin kundlista med bolag som Getinge, Saab, Sandvik, Siemens och Tomra. Att kundbasen är diversifierad, utan ett stort beroende av en eller ett fåtal storkunder, innebär samtidigt en affärsmodell med betydligt lägre risk än hos en traditionell kontraktstillverkare.

Nya finansiella mål illustrerar potentialen

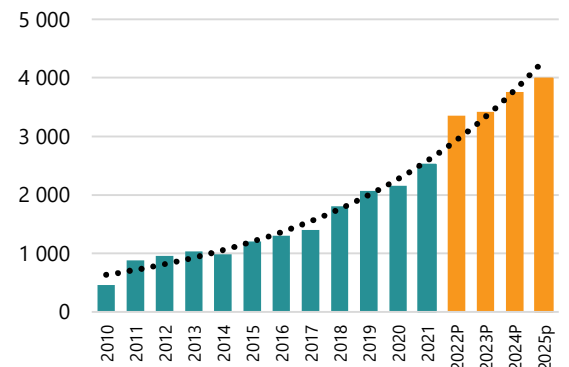
Efter att Hanza med levererat med råge på målen för 2022, som styrelsen satte 2018, presenterades nya finansiella mål för 2025 i november 2022. Målen om minst 5 miljarder i omsättning 2025 och en ebita-marginal på minst 8 procent är höga satta, men fullt realistiska. I praktiken innebär de en fortsättning på Hanzas långsiktiga trender med drygt tvåsiffrig omsättningstillväxt, inklusive förvärv, samt att koncernens tydliga marginaltrend består. Den strukturella trenden med backsourcing ger en tydlig medvind på tillväxtsidan och ett fokus på utveckling av koncernens befintliga kluster, istället för etablering av nya kluster, talar för en successivt stigande marginal till 2025.

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 Hanzas nya och omogna kluster i Tyskland drar ner den siffran rejält och att Hanzas bästa kluster i Sverige når tvåsiffriga marginaler. I takt med att klustren i Övriga världen utvecklas och mognar har koncernens lönsamhet potential att förbättras väsentligt. Efter genomförda expansionsinvesteringar i flera länder inom Övriga marknader talar mycket en fortsatt god lönsamhetsutveckling på sikt.

Tvåsiffrig tillväxt under lång tid

Hanzas omsättning 2010-2025P



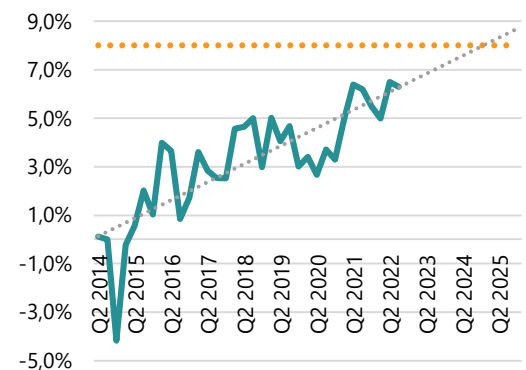
Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

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

Not 2: Analysguidens prognos exkluderar framtida förvärv

Marginaltrend pekar mot målet

Hanzas just. ebita-marg. Q2 2014–Q3 2022 (kvartalsdata)

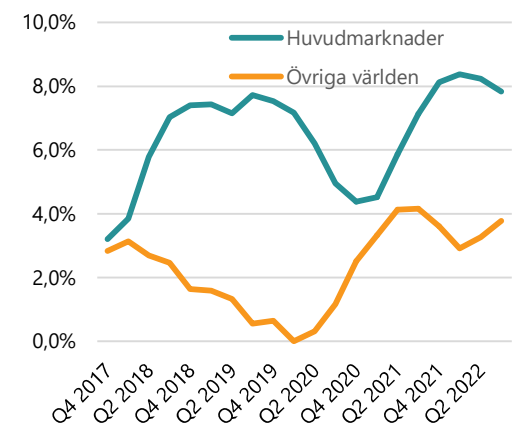


Källa: Bolaget, Analysguiden Not: Grå linje = linjär trend.

Orange linje = finansiellt mål om 8% ebita-marginal.

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

Hanzas tredje kvartal var i linje med förväntningarna och vi gör bara mindre justeringar i våra prognoser för helåret 2022 efter rapporten. Inför det fjärde kvartalet bör noteras att Hanza möter betydligt tuffare jämförelsetal då den organiska tillväxten var 30 procent under Q4 2021 jämfört med 12 procent under Q3 2021.

Vår bild är emellertid att caset i Hanza inte handlar om hur 2022 avslutas. I stället kokar det ner till om investerarna kommer att fokusera på riskerna med en svagare konjunktur under 2023 eller potentialen som de nya finansiella målen till 2025 signalerar.

Rustat att hantera en lågkonjunktur under 2023

Den stigande inflationen och de kraftigt höjda räntorna har satt tydliga i spår i olika typer av ledande indikator, såsom inköpschefsindex. Allt talar för att Hanza under 2023 kommer att möta en cyklisk motvind från en svagare konjunktur.

Vi har därför skruvat ner vår prognos något och ser nu ett troligt vinstfall, men det är stor osäkerhet i den prognosen. Vi kan ha varit för försiktiga och underskattat den strukturella medvinden från ökad backsourcing. Men vi kan också ha varit för optimistiska och underskattat den cykliska motvinden.

Oavsett hur det slutar är vår bild att Hanza är väl rustat att möta en eventuell konjunktursvacka. Och det av flera skäl.

Först och främst har Hanza en diversifierad kundportfölj med kunder i flera olika branscher. Om efterfrågan hos mer cykliska kunder inom traditionell industri viker, så kan kunder som inom till exempel försvarsutrustning och medicinteknik vara mer stabila eller rent av växa. Vidare innebär affärsmodellen med komplett tillverkning, som knyter kunderna väldigt nära bolaget, att Hanza i sämre tider tenderar att tappa volymer hos kunderna, men inte att förlora kunder.

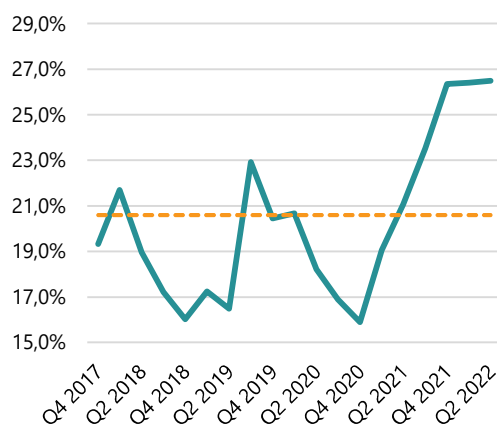
Finansiellt ser Hanza vid en första anblick ut att vara hyggligt högt skuldsatt med en nettoskuld/ebitda på 2,3 vid utgången av tredje kvartalet, bara strax under det nya målet att ligga under 2,5.

Viktigt att beakta är dock att Hanza på grund av den fortsatt ansträngda materialsituationen byggt upp betydligt större lager är normalt. Detta för att kunna hålla en fortsatt god leveranssäkerhet mot kunderna. Lagret ligger nu på drygt 27 procent av omsättningen att jämföra med normala knappa 21 procent (se diagram). Räknat med en normaliserad lagernivå är Hanzas nettoskuld/ebitda omkring 1,5, vilket ger bolaget betydligt större marginaler.

Till det ska adderas att en sämre konjunktur normalt tar ner Hanzas lagernivåer ännu mer, se exempelvis under pandemin där lagret kom ner till cirka 16 procent av omsättningen (se diagram). I ett svagt konjunkturläge skulle Hanza kunna frigöra uppåt 350–400 miljoner ur lagret. Kort sagt talar allt för väldigt starka kassaflöden från Hanza under 2023, vilket inte bara gör att Hanza kan rida ut en eventuell storm – det kan rent av skapa möjligheter att gå på offensiven och utnyttja en lägre skuldsättning till nya förvärv.

Mycket kapital bundet i lagret

Hanzas lager/omsättningen senaste 12 månaderna



Källa: Bolaget, Analysguiden. Not: streckad linje är medelvärdet på 20,6 procent.

Offensiva mål till 2025 – men fullt realistiska

Ledningen har levererat på tidigare mål och spänner nu bågen i ett läge där konjunktutsikterna är mycket osäkra. Det signalerar självförtroende.

Bolaget siktar nu på att omsättningen ska nå minst 5 miljarder under 2025 och att ebita-marginalen ska vara minst 8 procent vid utgången av 2025. Implicit innebär tillväxtmålet en årlig tillväxt 2022–2025 på drygt 14 procent, med utgångspunkt i vår uppdaterade prognos för 2022. Det kan jämföras med tidigare målet om minst 10 procents tillväxt respektive det tidigare marginalmålet på 6 procent.

De nya målen innebär ungefär att Hanzas långsiktiga tillväxt- och marginaltrender antas bestå (se de översta två diagrammen på s. 2). Långsiktigt bedömer vi att det är realistiskt givet den allt starkare medvinden för Hanzas affärsmodell och bolagets fokus på att de närmaste åren arbeta med befintliga kluster, vilket talar för stärkt lönsamhet.

I våra uppdaterade prognoser ser vi ett dämpat 2023 följt av en återhämtning 2024 och fortsatt strukturell medvind från backsourcing under 2025. Då landar omsättningen på cirka 4 miljarder – en miljard under det finansiella målet. Men då skall beaktas att Hanza grovt räknat har ett förvärvsutrymme på 500–700 Mkr under 2023–2025, vilket med en förvärvsmultipl på 0,6 gånger omsättningen skulle kunna tillföra ~800–1 200 Mkr i omsättning. Tillräckligt för att nå målet.

Attraktiv risk/reward på nuvarande nivåer

När Hanza målen 2025 ser vi en vinst per aktie på nästan 8 kronor, givet att bolaget inte trycker några nya aktier för att finansiera förvärv. En historisk snittmultipl på ~ 12 gånger årsvinsten på nästa års förväntade vinst (se diagram), motsvarar ungefär en multipl på 13 gånger 2025 års vinst i slutet av 2025. Då handlas aktien i cirka 103 kronor, vilket skulle innebära en årlig avkastning, exklusive utdelningar, på drygt 29 procent. Till det ska adderas att ett Hanza som levererar i linje med målen rimligen förtjänar en betydligt högre värdering. Noterbart är att i takt med att Hanza levererade på målen som sattes upp 2018 steg aktien från ungefär 15 till 45 kronor 2018–2022 – upp cirka 200 procent. Och när aktien var som hetast i slutet av 2021 nådde p/e-talet över 20.

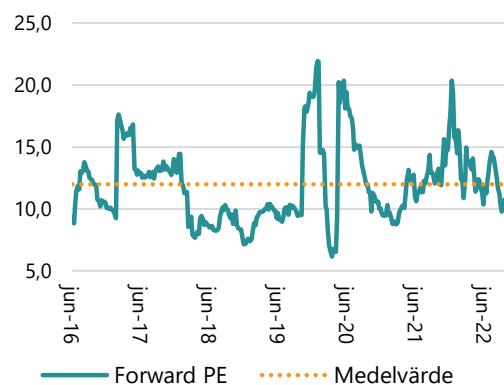
Våra betydligt mer försiktiga prognoser, med en omsättning på cirka 4 miljarder och en ebita-marginal på 7 procent ger en vinst per aktie på cirka 5,16 kronor 2025. Sätter vi samma multipl (p/e 13) på den står aktien i 67 kronor i slutet av 2025. Det skulle innebära cirka 12 procents årlig avkastning, exklusive utdelningar, från dagens nivå.

Addera utdelningar och Hanza avkastar ungefär 14 procent per år i ett relativt konservativt scenario och cirka 31 procent per år i ett optimistiskt – men fullt realistiskt – scenario. Och i båda fallen med en helt oförändrad multipl, vilket inte framstår som rättvist för ett bolag som konsekvent växer med tvåsiffriga tal och dessutom successivt stärker lönsamheten.

Vår bild är att årets kursfall skapat ett intressant läge för långsiktiga placerare i Hanza. Den snabbväxande koncernen har stark strukturell medvind och en tydligt positiv lönsamhetstrend, men värderas alltså jämt lågt.

Snittvärdering trots alla framsteg

P/e-tal på förväntad vinst nästa 12 mån (Forward p/e)



Källa: Refinitiv, Analysguiden.

Not: Orange prickad linje är medelvärdet 12,0.

Tidigare analyser

Q2-uppdatering 2022 – 29 juli 2022 (kurs 54,80 kr)

Riktkurs 63 kr

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-tillvaxtbolaget-levererar-riktkursen-justeras-upp>

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-langsigtiga-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-urstart-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 tredje kvartalet 2022 var Hanzas nettoskuld/ebitda 2,3. 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, 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.

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