

# Imponerande organiska tillväxten håller i sig

## Försäljningen under fjärde kvartalet nådde milstolpe

Kontraktstillverkaren Hanza avslutade 2022 på bästa sätt. Under fjärde kvartalet var den organiska tillväxten hela 29 procent, vilket dessutom ska ses i ljuset av ett tufft jämförelsekvartal med 30 procents organisk tillväxt under motsvarande kvartal 2021. Totalt ökade Hanza omsättningen med 40 procent under fjärde kvartalet till 1 001 miljoner kronor (717), vilket var första gången Hanza tog sig över en miljardvallen på kvartalsbasis. Ebita-resultatet exklusive engångsposter ökade till 63 miljoner (39), motsvarande en marginal på 6,3 procent (5,5 procent). Efterfrågan fortsätter att vara stark med stöd från nya kunder, ökade volymer hos befintliga kunder samt en tydlig makrotrend i ryggen med ökad backsourcing – att produktion flyttar hem närmare slutkunden.

## Ökad osäkerhet kortsiktigt – långa trenden tydlig

Fjärde kvartalet kom in något över Analysguidens förväntningar. Framåt är utsikterna blandade. Å ena sidan ser Hanzas nya finansiella mål alltmer realistiska ut givet den tydliga medvinden och den stärkta balansräkningen efter höstens riktade nyemission. Å andra sidan finns det fortsatt en osäkerhet på kort sikt kring dels när den svagare konjunkturen börjar synas i volymerna. Sammantaget landar vi i höjda prognoser och ser nu ett Hanza som för egen maskin sannolikt kan ta sig till en nivå nära de nya finansiella målen. Troliga förvärv under 2023–2025, som inte ligger i våra prognoser, bör innebära att Hanza återigen når sina utfästa mål. Största risken är att vi i det korta perspektivet underskattat effekterna av en försämrad konjunktur, vilket kan ge ett tillfälligt hack i Hanzas klart positiva långsiktiga trend. Noterbart är dock att bolaget än så länge står starkt med rekordstora orderböcker.

## Välförtjänt uppvärdering, men resan är inte över

Senaste året har Hanza-aktien stigit med 54 procent samtidigt som Stockholmsbörsen backat med 7 procent. Det solida bokslutet fick aktien att ta sig över 76 kronor som mest, vilket innebär att vår tidigare rikt Kurs på 63 kronor passerats. På våra uppdaterade prognoser för 2023 handlas aktien nu till p/e 20 respektive ev/just. ebita på 14. Det innebär att uppgången i relativt hög grad handlar om multipel-expansion och att investerare i Hanza på dessa nivåer inte längre har samma säkerhetsmarginal. Samtidigt – nås de finansiella målen vilket ter sig alltmer sannolikt – tjänar Hanza drygt 7 kronor per aktie 2025. Så kraftig vinsttillväxt förtjänar en betydligt högre värdering än Hanzas historiska p/e-tal kring 12. Analysguiden bedömer att omvärderingen av Hanza inte är tillfällig, utan att bolaget framåt kommer åsättas en högre multipel. På ett år sikt tar Analysguiden nu sikte på 83 kronor, motsvarande ev/ebita ~13 respektive p/e ~17 på våra prognoser för 2024.

## Hanza

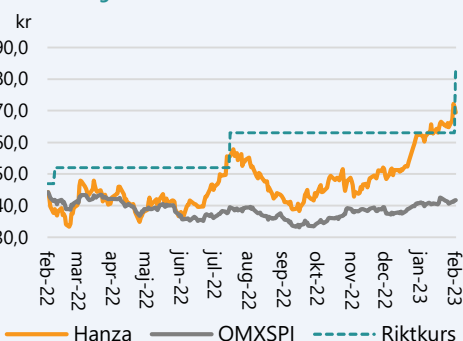
### Analysuppdatering – Q4 2022

Datum 17 februari 2023  
Analytiker Johan Högberg

### Basfakta

Bransch Kontraktstillverkare  
Styrelseordförande Francesco Franzé  
Vd Erik Stenfors  
Noteringsår 2014  
Listning Nasdaq OMX Small Cap  
Ticker HANZA  
Aktiekurs 69,4 kr  
Antal aktier, milj. 39,3  
Börsvärde, mkr 2 726  
Nettoskuld, mkr\* 556  
Företagsvärde (EV), mkr 3 282  
Webbplats www.hanza.com  
\*Exkl. leasingsskulder

### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

### Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	3 549	3 833	4 216	4 638
Just. ebita-res.	214	236	294	346
Ebit	193	212	272	326
Nettoresultat	121	138	190	237
Vinst per aktie	3,35 kr	3,50 kr	4,85 kr	6,03 kr
Utd. per aktie	0,75 kr	0,80 kr	1,10 kr	1,40 kr
Omsättningstillväxt	41,1%	8,0%	10,0%	10,0%
Just. ebita-marg.	6,0%	6,2%	7,0%	7,5%
Ebit-marginal	5,4%	5,5%	6,5%	7,0%
Nettoskuld/ebitda	1,9	1,4	1,0	0,7
P/e-tal	20,7	19,8	14,3	11,5
EV/just. ebita	15,3	13,9	11,2	9,5
EV/ebit	17,0	15,5	12,1	10,1
EV/omsättning	0,92	0,86	0,78	0,71
Direktavkastning	1,1%	1,2%	1,6%	2,0%

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

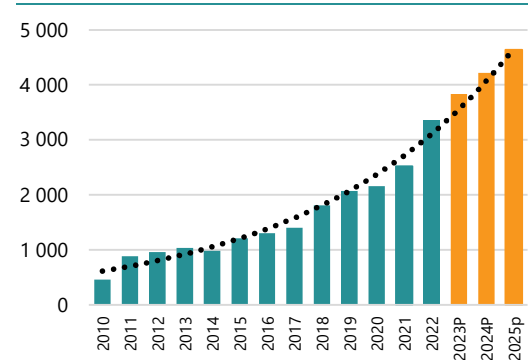
Efter att Hanza med levererat med råge på målen för 2022, som styrelsen satte 2018, presenterades nya finansiella mål för 2025 i november 2022. Målen om minst 5 miljarder i omsättning 2025 och en ebita-marginal på minst 8 procent är ambitiösa, men fullt realistiska. I praktiken innebär de en fortsättning 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, i stället 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 såväl 2018–2019 som 2021–2022 levererat en rörelsemarginal kring Hanzas nya mål på 8 procent. Viktigt att beakta är att segmentet från 2019 vid sidan av Norden även inkluderar Hanzas tyska kluster, koncernens yngsta kluster som till och med redovisat röda siffror under vissa kvartal men som nu är lönsamt. Den svaga lönsamheten i Tyskland har på så vis "dolt" Hanzas framsteg i Norden, där det svenska klustret sticker ut med en tvåsiffrig marginal. Under 2022 har också stora investeringar på Övriga marknader börjat betala sig och segmentet uppvisade rekordlönsamhet. Det är tydligt att lönsamheten rör sig uppåt i takt med att Hanzas kluster mognar.

### Tvåsiffriga tillväxten håller i sig

Hanzas omsättning 2010-2025P



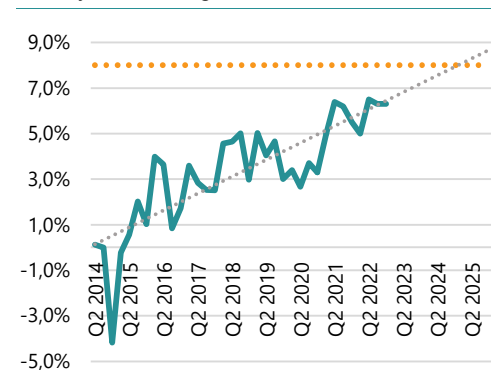
Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

Not 1: Prickad linje är exponentiell trend ~13,5% per år

Not 2: Analysguidens prognos exkluderar framtida förvärv

### Marginaltrend pekar mot målet

Hanzas just. ebita-marg. Q2 2014–Q4 2022 (kvartalsdata)

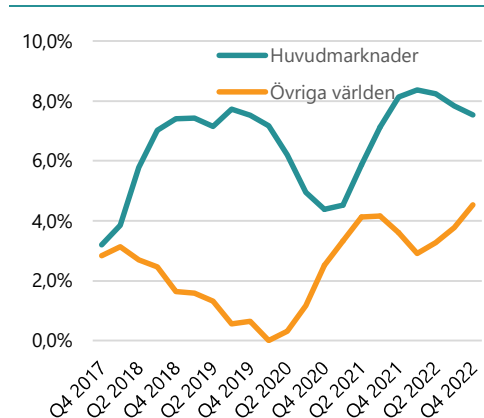


Källa: Bolaget, Analysguiden Not: Grå linje = linjär trend.

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

### Nytt rekord på Övriga marknader

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



Källa: Bolaget, Analysguiden

\*Huvudmarknader 2017–2018 = Norden

\*Huvudmarknader 2019–2022 = Norden + Tyskland

## Utsikter och värdering

Efter Hanzas imponerande bokslut kretsade mycket av frågorna från analytikerna på telefonkonferensen kring *vad* som driver Hanzas starka organiska tillväxt (se diagram) och i *vilken* utsträckning. Vad är volym? Vad är pris och inflation? Vad är nya kunder och vad är befintliga kunder? Vad är stark konjunktur? Vad är strukturell medvind?

Enligt ledningen handlar det handlar om flera faktorer som samverkar, men där priskomponenten bara utgör omkring ett par procent. Det innebär att tillväxten huvudsakligen drivs av ökade volymer hos Hanzas befintliga kunder samt ett bra inflöde av nya kunder. Och allt detta sker i en kontext där trenden med backsourcing växer sig starkare, vilket ger Hanza en tydlig medvind som lär bestå i många år framöver.

Under de senaste kvartalen har det också blivit uppenbart att Hanzas investeringar i ökad kapacitet varit helt rätt timingmässigt. Bolaget har snabbt kunna fylla fabrikerna, lyfta kapacitetsutnyttjandet och på så vis stärka lönsamheten. Den riktade emissionen under slutet av fjolåret möjliggjorde stora kapacitetsinvesteringar under Q4 2022.

Framåt finns emellertid en befogad oro kring att en försämrad konjunktur tillfälligt kan slå mot volymerna och lönsamheten. I en sådant scenario talar dock flera faktorer för att Hanza är mer motståndskraftigt än andra kontraktstillverkare.

Kundportföljen är diversifierad med en hel del kunder som kan växa även i en sämre konjunktur, som försvarskoncernen Saab, medicinteknikbolaget Getinge och returhanteringsbolaget Tomra. Affärsmodellen skapar också en så nära relation till kunderna att det blir både dyrt och svårt för dem att snabbt byta leverantör. Det är ingen slump att Hanzas omsättning bara minskat under ett enda år (2014, -5 procent).

Med balansräkningen stärkt och mycket kapital som dessutom kan frigöras ur det stora lagret (se diagram), skulle det inte alls förvåna om Hanzas offensiva ledning utnyttjar en konjunktursvacka till nya förvärv.

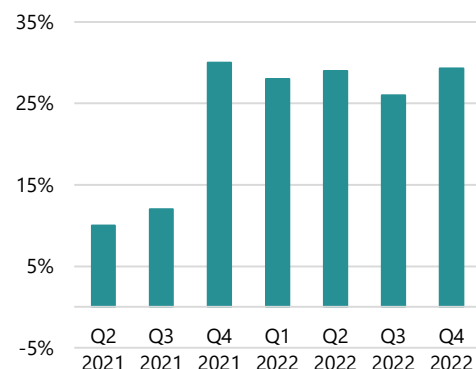
Aktiens utveckling på kort sikt lär styras av hur konjunkturen slår mot tillväxt och lönsamhet. Skulle vinsten vända ner i år och multipeln falla tillbaka mot historiska nivåer (se diagram) saknas inte fallhöjd.

Mot det ska ställas att ledningen överlevererat sett i backspegeln och har lagt ambitiösa, men fullt realistiska, mål till 2025. Tillväxtmålet innebär implicit 12 procents tillväxt per år 2022–2025, vilket är i linje med Hanzas historik. Och att bolagets fleråriga positiva marginaltrend håller i sig ter sig högst sannolikt givet att Hanza fram till 2025 ska fokusera på att utveckla sina befintliga kluster snarare än att expandera geografiskt med nya kluster.

Den fina tvåsiffriga vinsttillväxt som detta mynnar ut i borde rimligen innebära att Hanzas vinster går från att historiskt ha värderats med rabatt mot börsen vid p/e 12 till att värderas med en premie mot börsen. Analysguiden tar fasta på det och ser en rimlig multipel kring p/e 17, vilket ger rikt Kurs 83 kronor på ett års sikt.

## Starkt Q4 trots tuft jämförelsetal

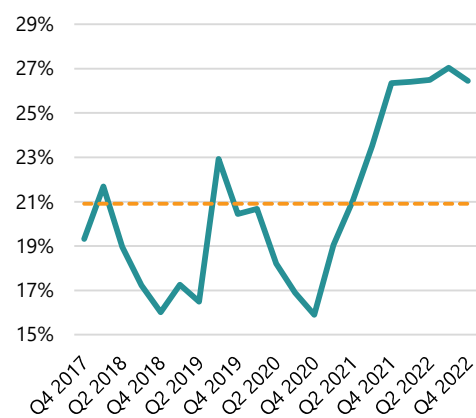
Organisk tillväxt 2021–2022, kvartalsdata



Källa: Bolaget.

## Mkt kapital kan frigöras ur lagret

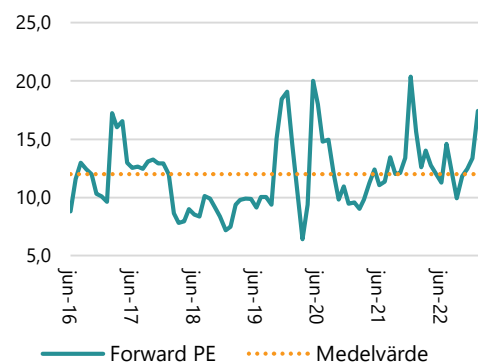
Lager/omsättning, rullande 12 mån



Källa: Bolaget, Analysguiden. Not orange linje är genomsnittet på 20,9 procent

## Högre värdering än historiskt

P/e-tal på förv. vinst nästa 12 mån (forw. p/e), månadsdata



Källa: Refinitiv, Analysguiden. Streckad linje är snittet 12,0. Not: Siffrorna bygger på analytikerkollektivets konsensus.

## Tidigare analyser

**Q3-uppdatering 2022 – 14 november 2022 (kurs 47,80 kr)**

**Riktkurs 63 kr (uppnådd 23 januari 2023)**

<https://www.aktiespararna.se/analysguiden/nyheter/analys-hanza-stor-potential-om-de-nya-finansiella-malen-uppnas>

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

**Riktkurs 63 kr (uppnådd 23 januari 2023)**

<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-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 fjärde kvartalet 2022 var Hanzas nettoskuld/ebitda 1,9. 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](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