

## Kraftigt lönsamhetslyft & stabil organisk tillväxt

### Lönsamhet översteg 2025 års målsättning vid 8%

Kontraktstillverkaren Hanza levererade ett starkt andra kvartal. Den organiska tillväxten uppgick till 13%, vilket dessutom ska ses i ljuset av ett tufft jämförelsekvartal (29%, Q2-22). Inkluderat förvärv och valutaeffekter uppgick nettoomsättningen till 1 068 mkr (886), motsvarande en tillväxt om 21%. Tillväxten drevs av både nya kunder samt ökade volymer hos befintliga. Ebita-resultatet växte med hela 61% och landade på 92 mkr (57), motsvarande en marginal om 8,6% (6,5). Marginalförbättringen representerades av både Huvudmarknader samt Övriga Marknader med 11,1% (7,6) respektive 6,1% (5,6). Förklaringen bakom är flera. Effektiviseringsåtgärder i klustren, fortsatt förbättrad lönsamhet från det unga klustret i Tyskland samt att fler kluster mognar och närmar sig modellstorlek vid 1 mdr i omsättning med högt kapacitetsutnyttjande.

### Mycket god ordergång & stort förvärvsutrymme

Hanza fortsätter i rask takt att röra sig mot sina finansiella mål 2025. Framåtblickande lyfts ordergången av ledningen fram som ”mycket god” och Hanza fortsätter växa med både nya och befintliga kunder. Bland nyvunna affärer i kvartalet kan nämnas att Hanza i juli tecknade ett avtal med Mitsubishi Logisnext Europe med ett ordervärde en bra bit över 100 mkr per år. Den stora affären visar tydligt på styrkan i Hanzas klusterkoncept och full volym från avtalet förväntas inom bara ett år. Kortsiktigt kvarstår dock osäkerheten kring hur den vikande konjunkturen påverkar kunderna och i slutändan Hanzas volymer. Än så länge syns dock inget tecken på någon avmattning hos Hanza. Analysguidens huvudscenariot utgår ifrån att Hanza lyckas rida ut ett tillfälligt svagare ekonomiskt klimat på ett bra vis med deras diversifierade kundbas, selektivitet i att ta in nya starka kunder och låga kundberoende. Våra prognoser exkluderar dessutom förvärv, en viktig del i Hanzas strategi, som sannolikt kan väga upp eventuella volymtapp. Vidare fortsätter kassaflödet att stärkas och skuldsättningen har snabbt kommit ned till 1,5x (2,6) nettoskuld/ebitda. Förvärvsutrymmet är stort, vilket Analysguiden uppskattar till cirka 1,3 mdr, baserat på historiska förvärvsmultiplar.

### Höjer motiverat värde till 105 (100) kr

Likt för andra kontraktstillverkare har värderingsmultiplarna för Hanza kommit upp och aktien handlas idag en bra bit över historiska nivåer. Säkerhetsmarginalen för investerare har således minskat i och med de högt ställda förväntningarna. Leveransen är dock hög, inte minst lönsamhetsmässigt där marginalen under kvartalet redan överstigit 2025 års finansiella mål. Nyckelpersoner i Hanza förefaller komfortabla med att nå dessa mål givet de insynsköp som utförts nyligen i kombination med nästintill fulltecknade incitamentsprogram (97%) kopplade till utfallet. På ett års sikt sätter Analysguiden motiverat värde till 105 kr, motsvarande ~17x p/e på 2024 års prognoser.

### Hanza

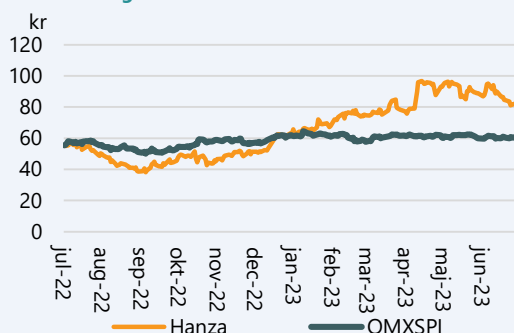
#### Analysuppdatering – Q2 2023

Datum 27 juli 2023  
Analytiker Erik Pilbackes

#### Basfakta

Bransch Kontraktstillverkare  
Styrelseordförande Francesco Franzé  
Vd Erik Stenfors  
Noteringsår 2014  
Listning Nasdaq OMX Small Cap  
Ticker HANZA  
Aktiekurs 87 kr  
Antal aktier, milj. 40,1  
Börsvärde, mkr 3 487  
Nettoskuld, mkr 584  
Företagsvärde (EV), mkr 4 071  
Webbplats www.hanza.com

#### Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

#### Prognoser & Nyckeltal, SEKm

	2022	2023p	2024p	2025p
Nettoomsättning	3 549	4 225	4 550	5 000
Just.ebita-res.	214	333	366	405
Ebit	193	321	347	380
Nettoresultat	121	222	252	279
Vinst per aktie	3,35 kr	5,53 kr	6,28 kr	6,96 kr
Utd. Per aktie	0,75 kr	1,05 kr	1,15 kr	1,35 kr
Omsättningsstillväxt	41,1%	19,0%	7,7%	9,9%
Just.ebita-marg.	6,0%	7,9%	8,0%	8,1%
Ebit-marginal	5,4%	7,6%	7,6%	7,6%
Nettoskuld/ebitda	1,8	1,1	0,9	0,8
P/e-tal	25,9	15,7	13,8	12,5
EV/just.ebita	19,0	12,2	11,1	10,1
EV/ebit	21,1	12,7	11,7	10,7
EV/sales	1,15	0,96	0,89	0,81
Direktavkastning	0,9%	1,2%	1,3%	1,6%
Utdandel	22%	19%	18%	19%

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.

### 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. Bolagets verksamhet kännetecknas av 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 lägre risk än hos en traditionell kontraktstillverkare.

### Nya finansiella mål illustrerar potentialen

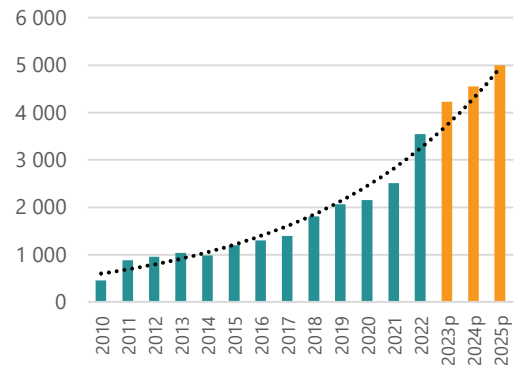
Efter att Hanza med levererat med råge på målen för 2022, som styrelsen satte 2018, presenterades nya finansiella mål för 2025 i november 2022. Målen om minst 5 miljarder i omsättning 2025 och en ebita-marginal på minst 8 procent är ambitiösa, men fullt realistiska. I praktiken innebär de en fortsättning 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. Klustret inkluderar fabriken i Beyers som redovisade röda siffror när Hanza köpte det för ett år sedan men som nu vänt till lönsamhet. Den svaga lönsamheten i Tyskland har på så vis "dolt" Hanzas framsteg i Norden, där det svenska klustret sticker ut med en tvåsiffrig marginal. En tydlig förbättring från bland annat tyska klustret syns i kvartalet när Huvudmarknader noterade en ebita-marginal vid 11,1% (!). Under 2022 samt i inledning av 2023 har även stora investeringar på Övriga marknader börjat betala sig och segmentet uppvisar rekordlönsamhet. Det är tydligt att i takt med att klustren mognar ökar lönsamheten.

### Tvåsiffriga tillväxten håller i sig

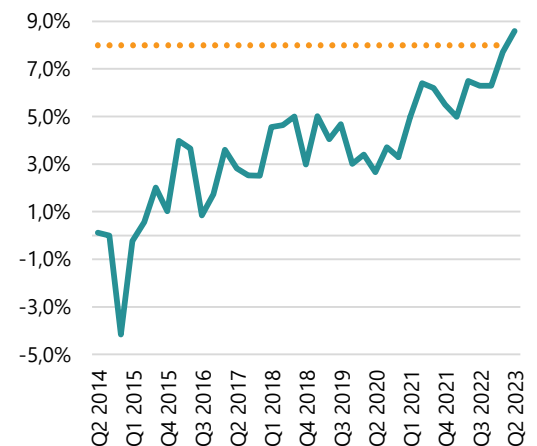
Nettoomsättning mkr, 2010-2025P



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Marginalen översteg 2025 års mål

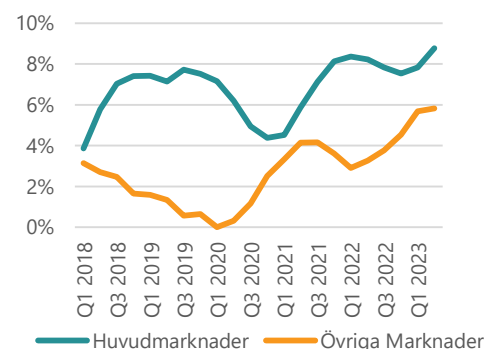
Hanzas just. ebita-marg. Q2 2014–Q2 2023 (kvartalsdata)



Källa: Bolaget, Analysguiden Not: Grå linje = linjär trend  
Orange linje = finansiellt mål om 8% ebita-marginal år 2025

### Nytt rekord för Huvudmarknader

Just. ebita-marg. Huvudmarknader\* & Övriga Marknader (R12)



Källa: Bolaget, Analysguiden

\*Huvudmarknader 2017–2018 = Norden

\*Huvudmarknader 2019–2022 = Norden + Tyskland

## Utsikter och värdering

### Stabil organisk tillväxt vid 13%

Hanzas tillväxtresa fortsatte under kvartalet och uppgick organiskt till goda 13%. Blickar vi till årets första kvartal är omsättningen i princip oförändrad men då ska tilläggas att jämförelsekvartalet innehöll en arbetsvecka mer för flera av Hanzas fabriker. Tillväxten var en mix av utökade volymer från befintliga kunder samt nya. Däribland kan nämnas att en befintlig kund inom försvarsindustrin fördubblade deras åtaganden till 150 mkr/år.

Vidare lyfts orderingången fram som mycket god inom samtliga branscher och geografier. Något avtryck på volymer från kunder i eftersvallningar från ett svagare ekonomiskt klimat är ännu inget Hanza upplever, snarare tvärtom. Marknaden fortsätter förflytta sig mot lokala helhetslösningar likt Hanzas.

Huvudmarknader fortsätter stå för lejonparten av den organiska tillväxten vid 19% medan Övriga marknader växte med 5%. Anledningen till den lägre tillväxten från det sistnämnda segmentet beskrivs vara viss problematik i tillgång till material och komponenter. Sammantaget har dock situationen kring material- och komponentsbrist förbättrats och förväntas fortsätta göra det under resterande del av året.

### Utopstecknet var lönsamhetslyftet

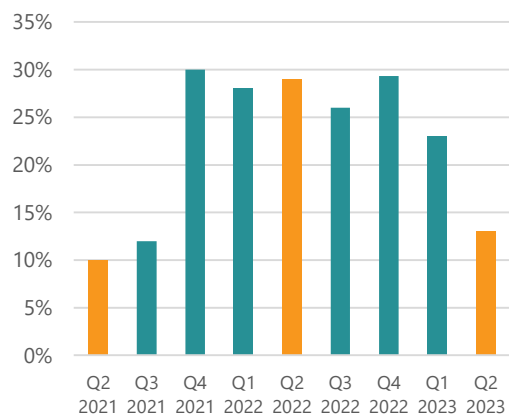
Under kvartalet översteg Hanza vida marginalmålet vid 8% som landade på 8,6%. Huvudmarknader uppvisade sin starkaste marginal hitintills vid 11,1%. Kontinuerliga effektiviseringsåtgärder i klustren tillsammans med att förvärvet av Helmut Beyers (2021), som var en olönsam fabrik, vänt till lönsamhet utgör viktiga förklaringar. Övriga marknader uppvisade en marginal vid 6,1%. Något lägre än för Q1-23 vid 6,4%, vilket förklaras av kostnader relaterade till pågående expensionsprogram. Programmen utgör kärnan i HANZA 2025, att expandera och effektivisera befintliga kluster. Den finansiella målsättningen är att år 2025 uppnå 5 mrd i omsättning och 400 mkr i ebita-resultat. Målen ser fullt realistiska ut om man blickar på utvecklingen hitintills. På rullande tolv omsätter Hanza redan ~4 mdr med en justerad ebita kring 300 mkr. Kapacitetsökningar i befintliga kluster genom att förvärva tomter och köpa nya maskiner kräver dessutom mindre investeringar än geografiska utvidgningar.

### Hanza kan förvärva mer än 1 mdr i omsättning

Resultatet i kombination med minskad rörelsekapitalbindning medförde att de operativa kassaflödet ökade till 86 mkr (29). Däremot noterar vi att varulagret ökade sekventiellt till 1 024 mkr från 958 mkr, dock påverkat av valuta ska tilläggas. Sannolikt behöver Hanza fortfarande bygga lager för vissa komponenter, vilket innebär att ytterligare kassagenerering bör vara inom räckhåll i takt med att komponentsbristen fortsätter lättas upp. Inkluderar vi investeringar var det fria kassaflödet svagt negativt. Nettoskulden ökade något mot Q1-23 men den förbättrade lönsamheten fick skuldsättningen att komma ned till 1,5x nettoskuld/ebitda. Förutsatt att marginalerna inte plötsligt och hastigt viker ned finns ett stort förvärvsutrymme upp till gränsvärdet vid 2,5x. Analysguiden uppskattar att Hanza kan förvärva uppemot 1,3 mdr i omsättning.

### Fortsatt tvåsiffrig tillväxt

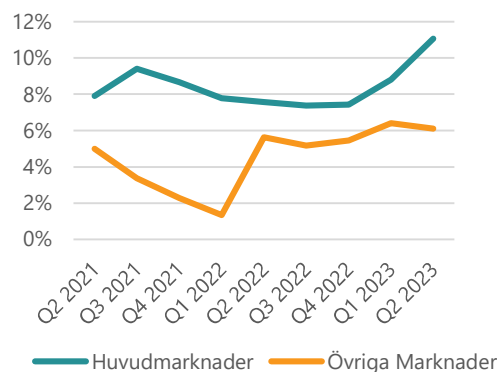
Organisk tillväxt (valutajusterad), kvartalsdata



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Huvudmarknader når ny toppnivå

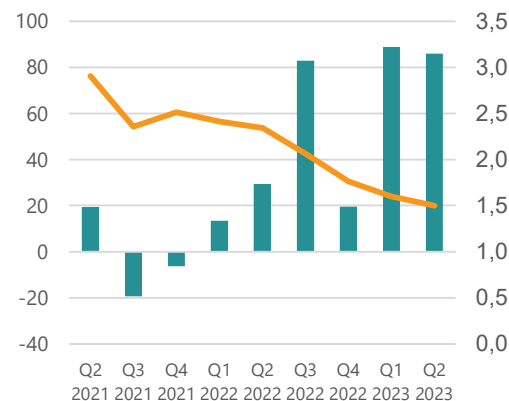
Justerad ebitda-marginal, kvartalsdata



Källa: Bolaget, Analysguiden

### Bra kassaflöde & lägre skuldsättning

Operativt kassaflöde (stapel, vä) & nettoskuld/ebitda (linje, hö)



Källa: Bolaget, Analysguiden

## Höjer motiverat värde till 105 kr

Rapporten kom in något lägre omsättningsmässigt än vi räknat med men utfallet kompenseras av en klart bättre resultatutveckling. På våra nya antaganden har vi lämnat omsättningsprognoserna oförändrade men justerat upp marginalen, motiverat av de starka siffrorna som noterades från segmentet Huvudmarknader under kvartalet.

Värderingsmässigt ser Hanza dyrt ut baserat på historiska vinstmultipliar men handlas i princip i linje med andra kontraktstillverkare. Ett femårssnitt på Hanzas p/e-tal landar kring 12-13, i jämförelse med rullande tolv värderingen vid ~18.

Med Hanzas unika klusterbaserade förhållningssätt och breda diversifierade kundbas tror vi att en nedgång i ekonomin kan hanteras bättre än för de traditionella kontraktstillverkarna. Tillsammans med den vinsttillväxt vi förväntar oss anser vi det rimligt att Hanza förtjänar en premievärdering och att aktien bör handlas en bra bit över sitt historiska snitt. Däremot ska poängteras att riskpremien för investerare ökat i och med uppvärderingen och att fallhöjden är stor om marknadens förväntningar inte infrias.

Analysguiden fortsätter tillämpa en multipel om ~17x på nästa års vinst, vilket på uppdaterade prognoser ger oss ett nytt motiverat värde vid 105 kr.

## En handfull kontraktstillverkare och utvalda nyckeltal

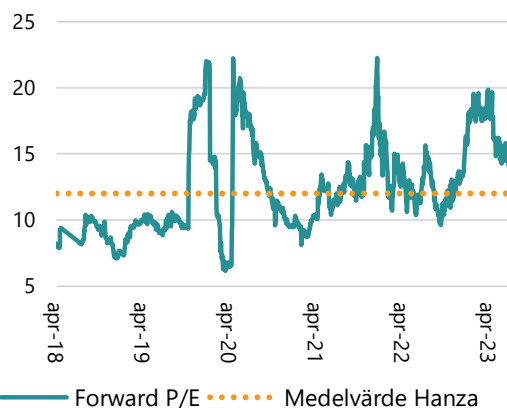
Bolag	Börsvärde, mkr	Land	Tillväxt 2022	Tillväxt 2023p	Ebit% 2022	Ebit% 2023p	EV/Sales 2023p	EV/ebit 2023p	P/e 2023p	Org. tillväxt snitt 2017-22
Incap	3 639	Finland	55,4%	-7,1%	14,8%	11,8%	1,35	11,4	14,7	30%
Kitron	7 318	Norge	74,8%	15,3%	6,7%	8,2%	1,08	13,3	15,2	13%
Note	5 245	Sverige	39,5%	-	9,4%	-	-	-	-	17%
Scanfil	8 025	Finland	21,3%	8,1%	5,4%	6,8%	0,87	12,8	14,9	8%
<b>Medel</b>	<b>6 057</b>	-	<b>47,7%</b>	<b>5,4%</b>	<b>9,1%</b>	<b>8,9%</b>	<b>1,10</b>	<b>12,5</b>	<b>14,9</b>	<b>16,9%</b>
<b>Median</b>	<b>6 282</b>	-	<b>47,4%</b>	<b>8,1%</b>	<b>8,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>1,08</b>	<b>12,8</b>	<b>14,9</b>	<b>14,7%</b>
<b>Hanza</b>	<b>3 487</b>	<b>Sverige</b>	<b>41,1%</b>	<b>19,0%</b>	<b>5,4%</b>	<b>7,6%</b>	<b>0,96</b>	<b>12,7</b>	<b>15,7</b>	<b>10,8%</b>

Källa: Refinitiv.

Not: Analysguidens prognos för Hanza

## Volatil värdering i Hanza

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



Källa: Refinitiv

Not: Streckad linje är snittet vid 12-13

## Om Hanza

Hanza är en global kontraktstillverkare med specialistkompetens kring flera tillverkningsteknologier inom mekanik (ex. plåtbearbetning) och elektronik (ex. kretskort). Utöver det tillhandahålls rådgivningstjänster såsom MIG™, där Hanza analyserar och ger råd kring hur kundens leverantörskedja kan optimeras. Tjänsten diversifierar Hanzas erbjudande från traditionella kontraktstillverkare och bidrar även till försäljningsarbetet. Därtill finns Tech Solutions, där Hanza tar hand om hela resan från kundens produktidé till en färdigtillverkad produkt. Hanzas rötter sträcker sig till finanskrisen 2008, då koncernen tog vara på det ekonomiska läget och byggde upp en tillverkningsgrupp med låga investeringar. Hanza grundades av sittande VD Erik Stenfors som har lång erfarenhet från kontraktstillverkning. Innan Hanza axlades VD-rollen hos kontraktstillverkaren NOTE, som Stenfors grundade 1999. Hanza föddes ur Stenfors vision att erbjuda kunder en ny typ av kontraktstillverkning, en helhetslösning. Det möjliggjorde att sticka ut från traditionella kontraktstillverkare som tampas med hög konkurrens, prispress och utbytbarhet.

### Unik position med regionala tillverkningskluster

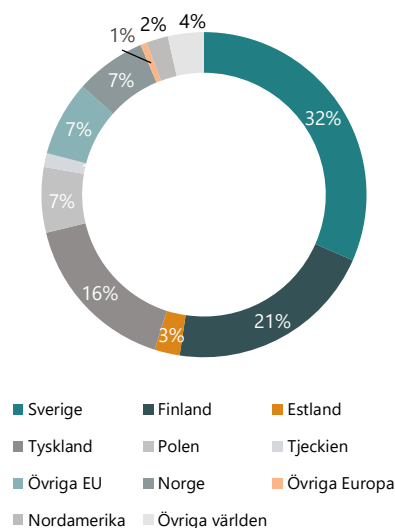
Genom regionala tillverkningskluster kan Hanza tillverka samtliga komponenter, montera produkten och erbjuda kunden en helhetslösning. På så vis har Hanza lyckats urskilja sig i denna högt konkurrensutsatta bransch, där aktörer oftast erbjuder tillverkning av en eller ett fåtal komponenter. Globalisering och produktionsflytt till lågkostnadsländer har medfört att produktbolag sitter med komplexa globala tillverkningskedjor. Ett trendbrott fött ur bland annat handelskrig, pandemin och politiska risker pågår där kunden i stället flyttar produktionen närmare sin slutmarknad. Genom att samla produktionen hos Hanza får kunden en bättre förutsägbarhet och överblick i tillverkningskedjan samt kortare ledtider. Flexibiliteten vid snabba volymförändringar ökar (en i stället för flera leverantörer) samt miljövinster uppstår, då frakter minimeras. Regional klustertillverkning har i flera kundcase visats ge stora kostnadsminskningar – som högst har en kund minskat kostnader med ~50%. Hanza har sex tillverkningskluster fördelat på Huvudmarknader samt Övriga marknader.

### Fina kunder som håller hårt i Hanza

Helhetslösningen gör att Hanza knyter sig nära kunden. Impone- rande nog har Hanza aldrig tappat en kund och en svagare marknad har i stället mötts av minskade volymer. Beteendet blir extra viktigt i tider som dessa när ekonomin står inför ett nedstall. Efterföljande revansch innebär troligt att produktbolag ser över både sin tillverkningskedja och kostnadsmassa, vilket skapar nya möjligheter för Hanza. Vår uppfattning är dock att ledtider för nya kunder är långa då det är ett stort beslut att gå från att ha flera leverantörer till att förlita hela produktionen till Hanza. Med facit i hand, cirka 15 år senare, kan vi dock konstatera att kunder uppskattat Hanzas nya förhållningssätt till kontraktstillverkning. I kundlistan finner vi bland annat ABB, Getinge, SAAB, Sandvik och Tomra. Utöver en imponerande kundbas har Hanza diversifierat sig över många olika sektorer, vilket minskar risken för stora omsättningstapp vid vikande konjunktur. Ingen kund utgör mer än 10% av omsättningen och det är ingen slump att Hanzas omsättning bara minskat under ett år (2014, -5%).

## Nordiska marknaden dominerar

Omsättningsfördelning per marknad, 2022



Huvudmarknader, 2022

	Sverige	Tyskland	Finland
Anställda	445	300	215
Fabriker	4	3	3

Övriga marknader, 2022

	Baltikum	Centraleuropa	Kina
Anställda	741	327	79
Fabriker	4	3	1

Källa: Bolaget.

## Väldiversifierad över flera sektorer

Urval av Hanzas kunder



Källa: Analysguiden

## 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. En målsättning som Hanza alltid har uppfyllt.

### Skuldsättningen vid kraftigt resultatfall

Vid utgången av andra kvartalet 2023 var Hanzas nettoskuld/ebitda 1,5x. Det är en klart hanterbar nivå, men om resultatet på grund av exempelvis en kraftig global konjunktturnedgång 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. Kassaflödet och rörelsekapitalbindning har dock förbättrats markant under första halvåret av 2023. I händelse av vikande efterfrågan kommer även 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 Erik Pilbackes äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

---

### Ansvarig analytiker:

Erik Pilbackes