

Lågt värderad aktie med vinsttillväxt i korten

Kraftigt resultatlyft drivet av rekordstark marginal

Kontraktstillverkaren Hanza levererade ett bra tredje kvartal. Den valutajusterade organiska tillväxten uppgick till 10%, justerat för direktfakturering utan marginal-pålägg till kund som följd av de höga energipriserna. Totalt sett uppgick omsättningen till 955 mkr (838), motsvarande en tillväxt på 14% på årsbasis. ~4% under Analysguidens prognos. Särskilt starkt var att Hanza levererade högsta rörelsemarginalen, Ebita, hittills på 9,3% (6,0) på koncernnivå. Det var avsevärt högre än våra prognoser på 7,5%. Resultatet efter skatt ökade med 88% till 49 mkr och översteg våra förväntningar. Resultatförbättringen urskiljs i båda segmenten och förklaringen bakom tillskrivs kapacitetsökningar och förbättrad lönsamhet i Tyskland. Över tid mognar fler kluster och när de närmar sig 1 mdkr i omsättning uppnås ett högt kapacitetsutnyttjande, vilket ger positiva lönsamhetseffekter.

Orderingången håller i sig – stödjer prognos för 2024

Inför 2024 vittnar ledningen om en fortsatt hälsosam marknad och ser en organisk tillväxt i korten. Särskilt starkt är segmentet Övriga marknader, vilket är positivt eftersom tillväxten här har varit lägre än på Huvudmarknader. Inför 2024 räknar vi med fortsatt organisk tillväxt kring höga ensiffriga tal. Under kvartalet tecknade Hanza ett rekordstort avtal med Mitsubishi och har fler liknande avtal på ingång. Under året har Hanza dessutom utökad samarbetena med Thermia samt en kund inom försvarsindustrin. Ovan nämnda avtal innebär en ökning med över 300 mkr mot befintlig försäljning, vilket ger stöd åt våra försäljningsprognoser för 2024. Slutligen noterar ledningen en stark utveckling på den finska marknaden drivet av ökad backsourcing från Asien, varpå Hanza avser utveckla närvaron i landet.

Bra historik & stabil utsikt bäddar för uppvärdering

Analysguiden är fortsatt i tro om att Hanza kommer uppnå sina finansiella mål. Våra prognoser inkluderar inga förvärv men vi understryker att det finns gott om utrymme i balansräkningen ifall opportunistiska möjligheter visar sig. Ledningen påpekar att förvärvsmultiplarna har normaliserats varpå förvärvsdiskussionerna har förenklats. Sett till värderingen av aktien har den historiskt handlats till ett framåtblickande p/e-tal på 12x. Det är lägre än snittvärderingen för kontraktstillverkarna som grupp. Vi bedömer att Hanza skulle hantera en nedgång i ekonomin väl. Kanske bättre den traditionella kontraktstillverkaren. Det gör att en uppvärdering vore på sin plats. Åtminstone så bolaget handlas i linje med övriga kontraktstillverkare. Ett framåtblickande p/e-tal på 14x härleder en kurs på 85 kronor. Det förefaller rimligt i dagsläget. Kortsiktigt kvarstår dock osäkerheten kring hur den vikande konjunkturen påverkar Hanzas kunder. Än så länge syns inget tecken på någon avmattning och Analysguidens huvudscenario utgår ifrån att Hanza klarar av en svagare ekonomi bra.

Hanza

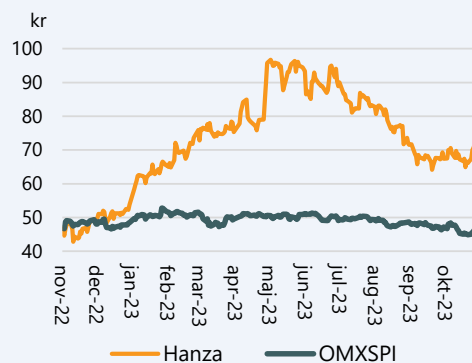
Analysuppdatering – Q3 2023

Datum 10 november 2023
Analytiker Oliver Uusitalo

Basfakta

Bransch Kontraktstillverkare
Styrelseordförande Francesco Franzé
Vd Erik Stenfors
Noteringsår 2014
Listning Nasdaq OMX Small Cap
Ticker HANZA
Aktiekurs 73 kr
Antal aktier, milj. 40,1
Börsvärde, mkr 2 927
Nettoskuld, mkr 642
Företagsvärde (EV), mkr 3 569
Webbplats www.hanza.com

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	3 549	4 157	4 531	5 000
Bruttoresultat	1 531	1 858	2 039	2 250
Ebita-resultat	212	363	397	448
Rörelseres. (ebit)	193	347	381	418
Resultat f. skatt	143	265	281	318
Nettoresultat	121	223	236	263
Vinst per aktie	3,0 kr	5,6 kr	5,9 kr	6,6 kr
Utd. per aktie	0,8 kr	1,1 kr	1,5 kr	2,0 kr
Omsättningstillväxt	41%	17%	9%	10%
Bruttomarginal	43%	45%	45%	45%
Rörelsemarginal	5%	8%	8%	8%
Nettoskuld/ebitda	1,8	1,4	1,4	0,9
P/e-tal	24	13	12	11
EV/ebit	18	10	9	9
EV/ebita	17	10	9	8
EV/omsättning	1,0	0,9	0,8	0,7
Direktavkastning	1,0%	1,5%	2,0%	2,7%

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. Även kriget i Ukraina och spänningarna runt Taiwan har 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. Idag 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

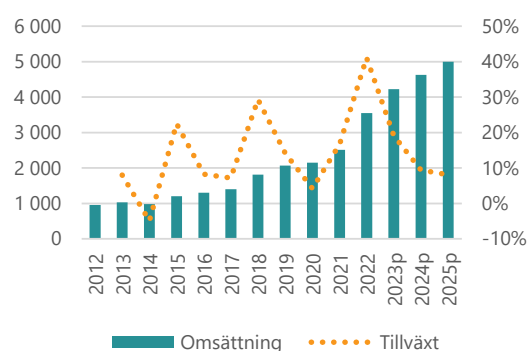
Efter att Hanza infriat på målen för 2022, som styrelsen satte 2018, presenterades nya finansiella mål för 2025. Målen sattes i november 2022 och tog sikte mot minst 5 miljarder i omsättning 2025 och en ebita-marginal på minst 8 procent. Ambitiöst, men fullt realistiskt. I praktiken innebär de en fortsättning 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 där lönsamheten under en tid har legat kring Hanzas mål på 8 procent. Senaste kvartalen har rörelsemarginalen dessutom tydligt överpresterat mot 2022 års uppsatt mål. 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. I takt med att klustret nu mognat och kapacitetsutnyttjandet ökat synliggörs en mycket stark lönsamhet. 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.

Hög tillväxttakt håller i sig

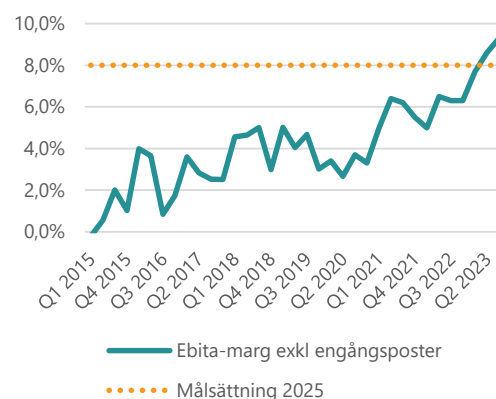
Nettoomsättning mkr (stapel, höger). Omsättningstillväxt i % (linje, orange) 2012-2025P



Källa: Bolaget, Analysguiden

Marginal över 2025 års målsättning

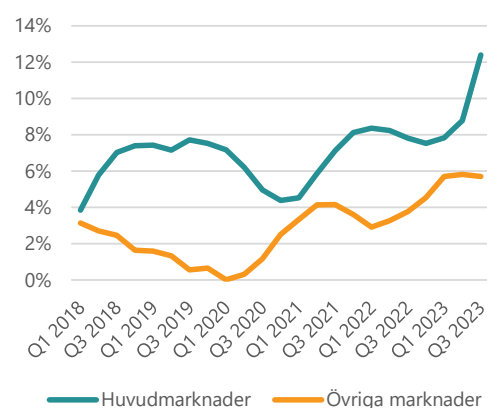
Just. ebita-marg. Q1 2015-Q3 2023



Källa: Bolaget, Analysguiden

Växande marginaltrend

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



Källa: Bolaget, Analysguiden

*Huvudmarknader 2017-2018 = Norden

*Huvudmarknader 2019-2022 = Norden + Tyskland

Utsikter och värdering

Diversifiering skapar stabilitet

Under rådande tider med ekonomisk instabilitet är Hanzas diversifiering en åtråvärd egenskap. Genom att satsa på en klusterindelning har bolaget investerat mycket i nya länder vilket till viss del har drivit försäljning på internationell basis. Geografiskt är svenska marknaden är alltså bolagets största och står för 31% av koncerns omsättning. Men på kundsidan utgör ingen kund för mer än 10% av omsättningen och det 10 största kunderna understiger 50% av omsättningen. Hanza har en bred kundlista bestående av större industriella kunder inom flera olika sektorer. När vissa marknader viker (byggrelaterat) så upprätthålls orderingsgången på annat håll (jordbruk, medicin och säkerhet samt försvar). Hos industrikunderna är dessutom ledtiderna ofta långa, varpå Hanza inte drabbas lika omfattande av lagerjusteringar för att möta kortsiktig efterfrågan. Sammantaget gör det att vi upplever att Hanza står rustat för klara av en ekonomisk nedgång bättre än andra nordiska kontraktstillverkare.

Bra rapporter från nordiska kontraktstillverkare

Bland vår jämförelsegrupp har samtliga sex nordiska kontraktstillverkare visat resultaten för det tredje kvartalet 2023. Över lag tycker vi att rapporten har sett starka ut med såväl ökad omsättning som förbättrat resultat. Undantagsfallen torde vara Nolato och Incap där bolagen drabbats av att stora kunder byter tillverkningsstrategi respektive drar ned på sina lager. Det visar på tydligt på vikten av en väl diversifierad kundbas.

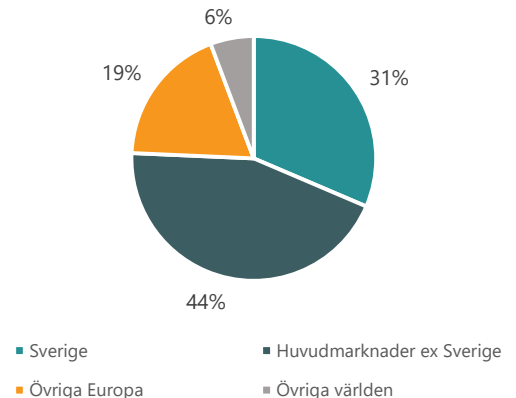
Trots att merparten av kontraktstillverkarna har redovisat förbättrade resultat har respektive aktiekurser handlats ner under hösten. Det förklaras sannolikt av en viss vinsthemtagning efter vårens kursuppgångar, men likaså kan det nog härledas till låga förväntningar sett till vinstutvecklingen för 2024. Som grupp handlas kontraktstillverkarna under den historiska genomsnittsvärderingen (se grafen längst ner på sidan), vilket indikerar att marknaden tror på vinstminskningar vid vikande konjunktur. Tillväxten var ovanligt hög i spåren av Covid-19 pandemin med efterföljande leveransproblematik. Det normaliseras nu varpå orderböckerna minskar på sina håll. Då är det naturligt att marknaden prisar om bolagen. Men ibland överreagerar marknaden och varken analytikerkonsensus eller bolagsledningarna stödjer marknads framtidsbild. Över lag tycker vi kontraktstillverkarnas bolagsledningar signalerar optimism över 2024 och att några större vinstminskningar inte är att tala om.

Vägen mot målsättningen 2025 förblir intakt

Sammantaget tycker vi Hanza levererade en stark rapport. Omsättningen nådde inte riktigt upp till våra estimat men den rekordhöga ebita-marginalen gjorde att resultatet överträffade våra estimat med 20 och 6 procent på ebita- respektive nettoresultatnivå. Vi tar fasta på den starka resultatutvecklingen och höjer vinstprognoserna för innevarande. Dessvärre justeras avskrivningar samt finansiella kostnader också upp, varpå vinstprognoserna för 2024 och 2025 nedjusteras med 6 procent. Kortsiktigt räknar vi fortsatt med att Hanza kommer leverera på sina finansiella mål om en omsättning överstigande fem miljarder kronor med en ebita-marginal på minst 8%.

Nordiska marknaden dominerar

Omsättningsfördelning per marknad, 2022



Källa: Bolaget

Fallande kurser trots vinstökningar

Procentuell ökning i omsättning och rörelseresultat mellan Q3 2022 och Q3 2023 samt kursutveckling senaste tre månaderna.

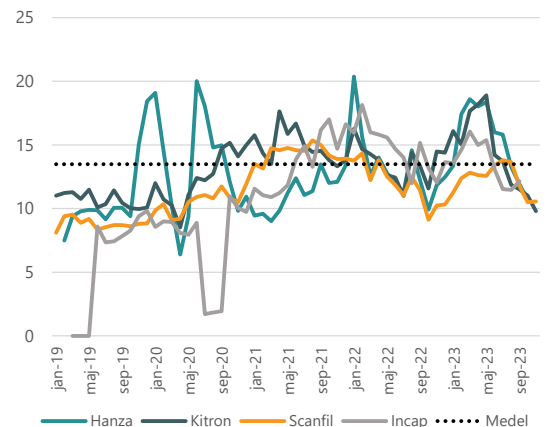
Bolag	Omsättning*	Rörelse- resultat*	Kursutveckling 3 mån
Note	11%	65%	-17%
Kitron	26%	64%	-21%
AQ Group	26%	63%	5%
Incap	-29%	-48%	-37%
Scanfil	0%	33%	-25%
Nolato	-11%	-40%	12%
Medel	4%	23%	-14%
Hanza	14%	76%	-13%

*Årlig förändring

Källa: Bolagen, Analysguiden

Handlas under historiskt snitt

Framåtblickande p/e-tal kommande 12 månader, Q1 2019-Q3 2023.



Källa: Refinitiv

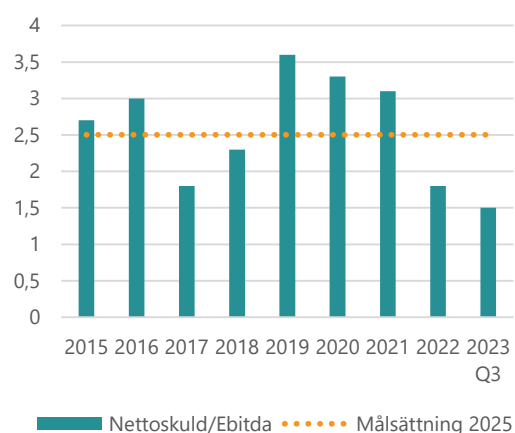
Vi inkluderar inga förvärv i våra prognoser men noterar ett gott förvärvsutrymme givet den starka balansräkningen. Med en nettoskuld/ebitda-kvot vid 1,5x bedömer vi att det finns ett förvärvsutrymme på omkring 350 mkr innan Hanza närmar sig målsättningen på max 2,5x dito. Förvärvar man mot historiska multiplar motsvarar det en omsättning runt 800 mkr.

Historiskt har Hanza-aktien handlats till ett framåtblickande p/e-tal på 12x. Det är lägre än snittvärderingen för kontraktstillverkarna som grupp. Med Hanzas unika klusterbaserade modell och breda diversifierade kundbas tror vi att en nedgång i ekonomin kan hanteras bättre än för de traditionella kontraktstillverkarna. Historiken talar dessutom för en hög organisk tillväxt, vilken Analysguiden bedömer är bestående.

Framgent räknar vi med att vinst per aktie ökar över 10% per år i genomsnitt för nästkommande femårsperiod. Det gör att vi tycker en uppvärdering vore på sin plats för Hanza-aktien. Åtminstone så bolaget handlas i linje med övriga kontraktstillverkare. Ett framåtblickande p/e-tal på 14x härleder en kurs på 85 kronor. Det förefaller rimligt i dagsläget. Kortsiktigt kvarstår dock osäkerheten kring hur den vikande konjunkturen påverkar Hanzas kunder. Än så länge syns inget tecken på någon avmattning och Analysguidens huvudscenario utgår ifrån att Hanza lyckas rida ut en svagare ekonomi på ett bra vis. I vår kassafloresmodell (se sammanfattande bild i tabellen längst ner på sidan) motsvarar en riktkurs på 85 kronor ett årligt avkastningskrav strax över 10%. De noga utvalda kunderna, de långa relationerna och den unika affärsmodellen gör att Hanza står ut bland de nordiska kontraktstillverkarna.

Gott om förvärvsutrymme

Nettoskuld/ebitda 2015–2023 Q3 (stapel, grön). Målsättning 2025 (linje, orange).



Källa: Bolaget

Prognoser & nyckeltal

	2022	2023p	2024p	2025p
Omsättning	3 549	4 157	4 531	5 000
Bruttoresultat	1 531	1 858	2 039	2 250
Ebita-resultat	212	363	397	448
Rörelseres. (ebit)	193	347	381	418
Resultat f. skatt	143	265	281	318
Nettoresultat	121	223	236	263
Vinst per aktie	3,0 kr	5,6 kr	5,9 kr	6,6 kr
Utd. per aktie	0,8 kr	1,1 kr	1,5 kr	2,0 kr
Omsättningsstillväxt	41%	17%	9%	10%
Bruttomarginal	43%	45%	45%	45%
Rörelsemarginal	5%	8%	8%	8%
Nettoskuld/ebitda	1,8	1,4	1,4	0,9
P/e-tal	24	13	12	11
EV/ebit	18	10	9	9
EV/ebitda	17	10	9	8
EV/omsättning	1,0	0,9	0,8	0,7
Direktavkastning	1,0%	1,5%	2,0%	2,7%

Källa: Bolaget, Analysguiden

Motiverat värde sätts vid 85 kronor

WACC	10,2%
Snitttillväxt 2023-2027	9%
Snitttillväxt 2028-2032	4%
Evig tillväxttakt	2%
Genomsnittlig rörelsemarginal	9%
Enterprise value, SEKm	4045
Nettoskuld	642
Börsvärde, SEKm	3403
Antal utestående aktier, milj	40,1
Motiverat värde per aktie, SEK	85 kr

Källa: Analysguiden

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 utvecklingsresan. 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

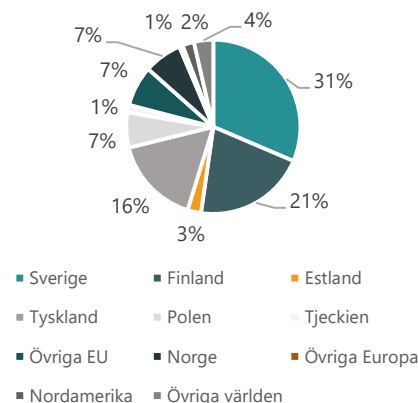
Genom regionala tillverkningskluster kan Hanza tillverka samtliga komponenter, montera produkten och erbjuda kunden en helhetslösning. På så vis har Hanza lyckats urskilja sig i denna högt konkurrensutsatta bransch, där aktörer oftast erbjuder tillverkning av en eller ett fåtal komponenter. Globalisering 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



Källa: Bolaget

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 beroende av kunderna, vilka in sin tur kan vara cykliska. Det gör att efterfrågan varierar med konjunkturen. Det motverkar dock Hanza mycket med hjälp av en diversifierad kundbas som tenderar att växeldra under olika stadier på konjunkturen. Kontraktstillverkning är samtidigt en hårt konkurrensutsatt bransch. En fördel med Hanzas affärsmodell är dock att bolaget får en närmare kundrelation och tar över hela eller många delar av produktionen. På så vis blir Hanza inte 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% av koncernens omsättning och att de tio största kunderna ska stå för maximalt 50% av koncernens omsättning. En målsättning som Hanza alltid har uppfyllt.

Skuldsättningen vid kraftigt resultatfall

Vid utgången av tredje kvartalet 2023 var Hanzas nettoskuld/ebitda 1,5x. 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. 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 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 Oliver Uusitalo äger inte och får heller inte äga aktier i det analyserade bolaget.

Ansvarig analytiker:

Oliver Uusitalo