

Bra läge för långsiktiga i undervärderat tillväxtbolag

Fortsatt mycket hög tillväxttakt under Q1

Kontraktstillverkaren Hanza inledde 2022 i nästan samma goda stil som 2021 avslutades. Den organiska tillväxten under första kvartalet var hela 26 procent, ner en aning från 30 procent under fjärde kvartalet. Inklusiva förvärv ökade omsättningen med 45 procent till 824 miljoner kronor (567) och ebita-marginalen exklusive engångsposter var oförändrad vid 5,0 procent. Segment Huvudmarknader fortsatte att leverera en stark marginal (7,8 procent) trots ett nollresultat i tyska Beyers som förvärvades i slutet av fjolåret. Segment Övriga marknader uppvisade inte oväntat en svag lönsamhet (1,3 procent) relaterad till genomförda tillväxtinitiativ, fabriksflytt, kapacitetsbrist samt kraftiga störningar på grund av till pandemin.

Höjda prognoser, men ökad osäkerhet på kort sikt

Efter rapporten gör vi mindre uppjusteringar i våra omsättnings- och vinstprognoser. Under första halvåret 2022 lär tillväxten vara den stora drivkraften i Hanza, medan lönsamheten kan ta över taktspinnen under andra halvåret när framför allt Övriga marknader börjar leverera bättre. Bolagets affärsmodell med komplett regional tillverkning lär också fortsätta ta marknadsandelar i spåren av de senaste årens betydande störningar i globala leveranskedjor. I händelse av en vikande konjunktur ser vi att Hanzas affärsmodell är betydligt mer robust än den hos traditionella kontraktstillverkare. Bolagets kontinuerliga expansion har dessutom resulterat i en alltmer diversifierad koncern som inte står och faller med en eller några enstaka kunder. Den nuvarande marginalsvackan framstår, även om den skulle bli något djupare, som en temporär svacka i bolagets långsiktigt stigande marginaltrend.

Lockande risk/reward efter överdrivet kursfall

Hanza-aktien har det senaste året gått från kraftigt undervärderad förra våren, till övervärderad kring årsskiftet, till att återigen framstå som undervärderad. På våra uppdaterade prognoser handlas Hanza till ev/ebita på knappt 9 på vår prognos för 2023 respektive ett p/e-tal på drygt 10. Det är siffror som mer för tankarna till en traditionell kontraktstillverkare än en unik kontraktstillverkare vars affärsmodell ligger helt rätt i tiden och är mer robust. Över tid ser vi potential till multiplexpansion, men det osäkra konjunkturläget kan skjuta den omvärderingen framåt. I vårt ettåriga perspektiv ser vi fortsatt en motiverad kurs på åtminstone 52 kronor, motsvarande ~ev/ebita 12 på prognosen för 2023 respektive ~ p/e 15. Lägg därtill att Hanzas expansiva ledning mycket väl kan komma att avisera nya förvärv, vilket kan ge oss anledning att justera upp våra vinstprognoser. Största risken är om det oroliga makroläget resulterar i en djupare konjunkturedgång.

Hanza

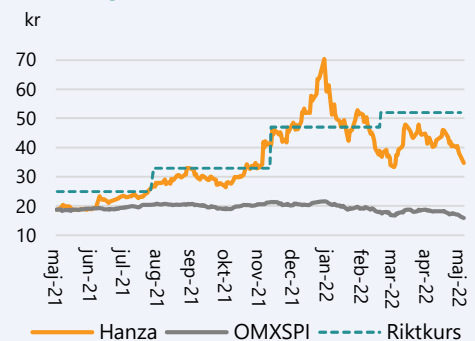
Analysuppdatering – Q1 2022

Datum 10 maj 2022
Analytiker Johan Högberg

Basfakta

Bransch	Kontraktstillverkare
Styrelseordförande	Francesco Franzé
Vd	Erik Stenfors
Noteringsår	2014
Listning	Nasdaq OMX Small Cap
Ticker	HANZA
Aktiekurs	34,80 kr
Antal aktier, milj.	35,8
Börsvärde, mkr	1 335
Nettoskuld, mkr*	617
Företagsvärde (EV), mkr	1 952
Webbplats	www.hanza.com
*Exkl. leasingkulder	

Kursutveckling senaste året



Källa: Refinitiv.

Prognoser & Nyckeltal, mkr

	2021	2022p	2023p	2024p
Omsättning	2 515	3 115	3 302	3 500
Just. ebita-res.	146	196	210	226
Ebit	128	179	193	209
Nettoresultat	80	108	121	137
Vinst per aktie	2,26 kr	3,02 kr	3,38 kr	3,82 kr
Utd. per aktie	0,50 kr	0,75 kr	1,00 kr	1,25 kr
Omsättningstillväxt	16,7%	23,9%	6,0%	6,0%
Just. ebita-marg.	5,8%	6,3%	6,4%	6,5%
Ebit-marginal	5,1%	5,7%	5,8%	6,0%
Nettoskuld/ebitda	3,1	2,4	2,0	1,7
P/e-tal	15,4	11,5	10,3	9,1
EV/just. ebita	12,8	9,5	8,9	8,2
EV/ebit	14,6	10,4	9,7	8,9
EV/omsättning	0,74	0,60	0,56	0,53
Direktavkastning	1,4%	2,2%	2,9%	3,6%

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. Färskas undersökningar visar att många producerande bolag efter pandemin 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

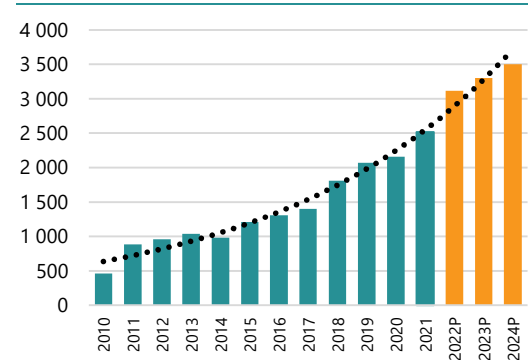
Sett i backspegeln växte Hanza från starten snabbt under begränsad lönsamhet på koncernnivå, vilket döljer det faktum att Hanza på klusternivå har bättre lönsamhet än traditionella kontraktstillverkare. Den svaga lönsamheten historiskt ska ses i ljuset av att bolaget befunnit sig i en långsiktig uppbyggnadsfas. 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. Under 2020 och början av 2021 tog också segmentet Övriga världen ett stort kliv uppåt, trots pandemin. Nya åtgärder och investeringar i Övriga världen under 2021 borgar för att segmentet lyfter lönsamheten ytterligare från andra halvåret 2022.

Tvåsiffrig tillväxt under lång tid

Hanzas omsättning 2010-2024P



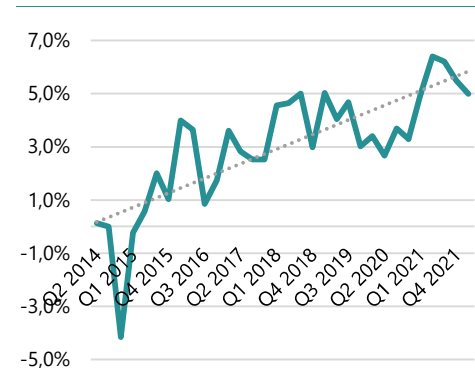
Källa: Bolaget, Analysguiden (prognoser i orange)

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

Not 2: Analysguidens prognos exkluderar framtida förvärv

Långsiktigt positiv marginaltrend

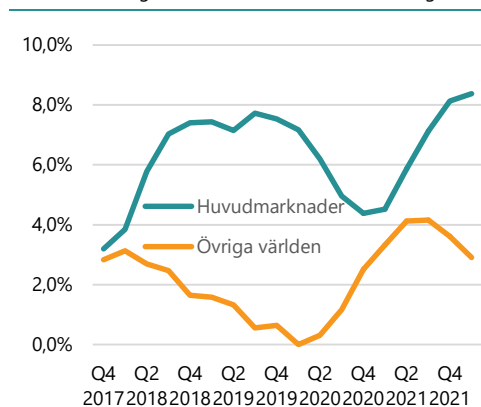
Hanzas just. ebita-marg. Q2 2014–Q1 2022 (kvartalsdata)



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 2019–2021 = Norden + Tyskland

Utsikter och värdering

Volatilt år på börsen

Hanzas senaste år på börsen har varit ett synnerligen volatilt år. Förra våren handlades aktien i 18 kronor och ev/sales-multipeln låg kring 0,4. Analysguiden såg då i vår Q1-uppdatering ”en mycket attraktiv risk/reward” i aktien.

I takt med att lönsamheten stärktes till nya rekordnivåer över 6 procent ökade intresset för aktien rejält och vid årsskiftet när aktien handlades kring 70 kronor hade ev/sales-multipeln skruvats upp till omkring 1,0.

Blott fem månader senare har aktien nästan halverats och ev/sales-värderingen är nere på cirka 0,6.

I det läget tycker vi det är rimligt att zooma ut lite och att, precis som i uppdateringen för ett år sedan, anlägga ett längre perspektiv på Hanza-aktien.

Offensiv kapitalallokering

Hanza är ett expansivt företag med en återhållsam utdelningspolitik. Större delen av kassaflödena som genereras återinvesteras i verksamheten, antingen via egna investeringar eller förvärv. Det gör att en investerares avkastning framåt huvudsakligen kommer från vinsttillväxten samt från vilken multipel investerarna är villiga att sätta på Hanzas vinster. Vinsttillväxten kan samtidigt delas upp i två delar: omsättningstillväxt och lönsamhet.

Tillväxt: Goda utsikter till tvåsiffrig tillväxt

Om vi börjar med tillväxten så visar diagrammet på föregående sida att Hanza haft en trendmässigt tillväxt under lång tid på omkring 12 procent. Noterbart är också att omsättningen bara minskat under ett enda år, 2014 då försäljningen backade med måttliga 5 procent.

Kortsiktigt presterar bolaget en imponerande organisk tillväxt på nära 30 procent, vilket knappast är en uthållig nivå. En kortsiktig komponent är exempelvis återhämtningen från pandemin i Tyskland, där Hanza nu rapporterar rekordhög ordergång. Men en viktig delkomponent i tillväxten är utan tvekan att Hanzas affärsmodell med komplett regional tillverkning ligger helt rätt i tiden. Bolaget växer med sina befintliga kunder och adderar nya kunder.

Vi hyser ingen tvekan om att de långsiktiga tillväxtutsikterna är riktigt goda. Alltifrån hållbarhetstrenden, till störningarna i de globala leveranskedjorna i spåren av pandemin, till de politiska risker kriget i Ukraina illustrerar, spelar Hanza i händerna. Till det ska adderas en förvärvshungrig ledning som garanterat kommer göra nya affärer.

Lönsamhet: Högre marginalmål troligt i nästa fas

Vårt case i Hanza de senaste åren byggde till stor del på att det fanns en underliggande marginalpotential i bolaget som investerarna förbisaåg. När såväl Huvudmarknader som Övriga marknader i fjol rörde sig i samma riktning nådde koncernens ebita-marginal nivåer över 6 procent, vilket satte fart på aktien. När marginalen nu backat något ett par kvartal i rad, drivet av Övriga marknader, har aktien halverats.

Som framgår av diagrammet på föregående sida har Hanzas marginal alltid fluktuerat, men trenden har varit tydligt stigande. Och det är det viktiga.

Från Q1-rapporten tar vi med oss att Huvudmarknader fortsätter att leverera god lönsamhet trots att nyligen förvärvade Beyers i Tyskland alltjämt tynger marginalen. Marginalsvackan på Övriga marknader är heller ingen överraskning givet att de klustren befinner sig i en tidigare fas. De senaste två åren har Hanza genomfört en rad initiativ där: omstruktureringar, fabriksflyttar, investeringar i ökad kapacitet, etc. vilket lär bära frukt redan under andra halvåret 2022. De negativa effekterna från pandemin under Q1 lär också klinga av framåt. På rapportkonferensen lät ledningen också konfident om att segmentet Övriga marknader kommer att lyfta lönsamheten senare under 2022 samt att affärsområdet på sikt har samma lönsamhetspotential som Huvudmarknader.

Vd Erik Stenfors hintade också på rapportkonferensen om att styrelsen, när bolaget stadigt levererar 6 procents marginal, kommer att presentera nya finansiella mål. Givet att de bästa klustren i segment Huvudmarknader når tvåsiffriga nivåer är vår uppskattning att ribban i nästa steg höjs till 8 procent – en nivå som är rimlig på några års sikt när balansen mellan mogna/omogna kluster skiftar till en högre andel mogna kluster.

Multipel: Flera faktorer talar för uppvärdering på sikt

Efter kursfallet handlas Hanza återigen till multiplar som varit typiska för kontraktstillverkare: ett p/e-tal på ~10–11 respektive ev/ebita-multiplar på kring 9. Den typen av multiplar skvallrar om lågt ställda förväntningar på vinsttillväxten och/eller att investerarna ser verksamheten som väldigt cyklisk och riskfylld. Tilläggas skall att de bakåtblickande multiplarna för sektorn speglade en bransch med överkapacitet när mycket produktion flyttade till Asien. I dag är situationen istället den omvända, vilket talar för att hela sektorn lär värderas upp.

Om Hanza fortsätter att leverera tvåsiffrig tillväxt i kombination med en fortsatt positiv marginaltrend, ett i våra ögon sannolikt scenario, då kommer vinsttillväxten att vara riktigt god – väsentligt högre än vinsttillväxten på aktiemarknaden i stort. En så hög vinsttillväxt förtjänar högre multiplar. I sektorn visar inte minst Note, med ett p/e-tal på cirka 24, att investerarna inte är främmande för multiplexpansion i sektorn.

Talar för en högre värdering gör också att Hanza växer sig allt större och därmed successivt blir relevant för allt fler institutionella placereare. Därtill ska adderas att bolaget har potential att få en tydlig hållbarhetsstämpel då affärsmodellen har klara miljövinster – nyligen fastställt i en rapport från KTH.

Hanza erbjuder potential i alla tre dimensionerna

Tillfällig marginalmotvind och oroliga investerare som undviker cykliska aktier har fått Hanza att värderas ner för mycket på kort tid. För långsiktiga placereare ser Analysguiden ett högintressant läge då Hanza erbjuder potential i samtliga tre dimensioner: tillväxt, marginal och multipel.

Tidigare analyser

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

Riktkurs 52 kr

<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 första kvartalet 2022 var Hanzas nettoskuld/ebitda 2,7. 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.

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