Erstmalige Berichtserstattung

HANZA HOLDING AB

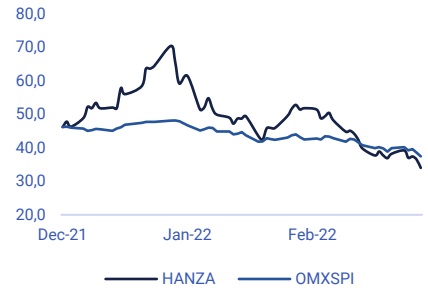
CEO: Erik Stenfors
CoB: Francesco Franzé
www.hanza.com

Bloomberg: HANZA:SS
Reuters Eikon: HANZA.ST

Börse: Nasdaq Stockholm Small Cap

Aktueller Kurs: 33,4 SEK
Market cap: 1 195m SEK

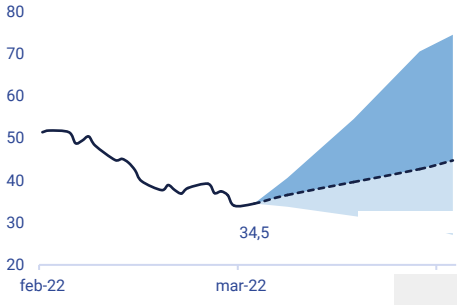
PREISENTWICKLUNG



	12M	YTD	6M	1M
Entwicklung (%)	149	-42	13	-28

Quelle: S&P Capital IQ

BEWERTUNGSBEREICH



	Pessi-mistisch	Basis	Opti-mistisch
Kurs pro Aktie (SEK)	27,1	44,2	74,5
Auf-/Abwärtspoten-zial(%)	-19	32	123

Quelle: S&P Capital IQ und Carlsquare Analyse

CARLSQUARE EQUITY RESEARCH

Niklas Elmhammer
Senior Equity Analyst

Markus Augustsson
Equity Analyst

Fredrik Nilsson
Associate Equity Analyst

Vorteile eines Fertigungsclusters

Carlsquare Equity Research übernimmt die detaillierte Unternehmensanalyse von HANZA Holding. Unserer Meinung nach ist HANZA gut positioniert, um den Trend in der Produktion, hin zu mehr Outsourcing und kürzeren Lieferketten, zu entgegnen. Für 2022 erwarten wir ein anhaltend starkes Umsatz- und Ertragswachstum. Hierbei sehen wir Deutschland als einen wichtigen Treiber aufgrund der wieder anziehenden Nachfrage von Großkunden und positiver Effekte durch jüngst getätigte Übernahmen. Im Basisszenario ermitteln wir einen Kurswert von 44 SEK.

Gut positioniert im veränderten Produktionsumfeld

Die europäischen Auftragsfertiger profitieren vom langfristigen Trend, in dem Kunden ihre Produktion wieder näher an die regionalen Absatzmärkte verlagern und vermehrt in Richtung Outsourcing gehen. Der zunehmende Fokus auf Nachhaltigkeit und Risiken in der Lieferkette sind hierbei wesentliche Faktoren. Unserer Meinung nach ist HANZA mit seiner Konzentration auf Fertigungstechnologien und geografischen Clustern in mehreren europäischen Märkten in einer guten Position. So konnten bereits führende europäische Industrieunternehmen als Kunden gewonnen werden. Das Führungsteam sehen wir als kompetent und erfahren an, was sich auch im bisherigen Erfolg widerspiegelt. Zu den Haupteigentümer zählen ehemalige Führungskräfte aus den erfolgreichsten schwedischen Industrieunternehmen der letzten 20 Jahre.

Deutsche Expansion verstärkt die positive Entwicklung

HANZA wurde von der Pandemie stark getroffen. Insbesondere die deutschen Betriebe wurden unter Mitleidenschaft gezogen. Trotzdem wurden Investitionen fortgesetzt, was sich bald als guter Zug herausstellte, da die Nachfrage schnell wieder anzog. Dies verdeutlicht auch das organische Wachstum von 12 Prozent in 2021. Wir sind auch davon überzeugt, dass die Übernahme des deutschen Elektronikunternehmens Beyer in 2021 zur richtigen Zeit getätigt wurde und sich langsam auszahlt. Wir erwarten für das laufende Jahr eine Steigerung des Umsatzwachstums sowie der Profitabilität. Zudem erwarten wir eine deutliche Verringerung der Margenunterschiede gegenüber anderen skandinavischen Konkurrenten. Obwohl Kostensteigerungen im Industriesektor ein wachsendes Problem darstellen, sehen wir HANZA als relativ abgesichert. Das Unternehmen verkauft keine eigenen Produkte und Materialkosten werden direkt an die Kunden weitergegeben. Insgesamt erwarten wir für 2022 ein Gewinnwachstum von etwa 40%.

Jüngster Kursrückgang der Aktie verdeutlicht Kurspotenzial

Trotz des enormen Kursanstiegs im Jahr 2021 sind wir der Meinung, dass die Bewertungsmultiplikatoren von HANZA im Vergleich zu seinen skandinavischen Konkurrenten attraktiv erscheinen. Seit Anfang 2022 ist der Kurs der HANZA-Aktie 40% gefallen, ohne jegliche negative Unternehmensnachrichten. Der verstärkte Zustrom von Privatanlegern und der geringe Streubesitz trugen vermutlich zur hohen Volatilität des Aktienkurses bei. Durch den Kursrückgang repräsentiert das Unternehmen Wachstum zu einem angemessenen Preis. Daher sehen wir einen Kurs von 44 SEK als realistischen Wert in einem Basisszenario. Unser optimistisches Szenario von 74 SEK spiegelt ein erhebliches zusätzliches Wachstumspotenzial durch Unternehmensübernahmen wider. Wir erwarten, dass die kommenden Quartalsberichte aufgrund des erwarteten starken Gewinnwachstums, der primäre Impulsgeber für den Aktienkurs sein werden. Risiken stellen Störungen in der Lieferkette dar, die sich negativ auf das Wachstum und den Cashflow auswirken können.

Finanzielle Kennzahlen (Mio. SEK)

	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Gesamtumsatz	2 068	2 155	2 515	2 985	3 111	3 236
Rohertrag	947	955	1 149	1 383	1 442	1 499
EBITDA	149	139	232	286	322	343
EBITA	68	48	143	191	213	218
EBT	32	9	100	144	167	171
Gewinn je Aktie	0.75	-0.03	2.26	3.20	3.67	3.72
Umsatzwachstum	14.2%	4.2%	16.7%	18.7%	4.2%	4.0%
EBITDA-Marge	7.3%	6.6%	8.7%	9.6%	10.3%	10.6%
EBIT-Marge	2.8%	1.5%	4.8%	5.8%	6.3%	6.2%
EV/Sales	0.5x	0.4x	1.2x	0.6x	0.6x	0.6x
EV/EBITDA	7.2x	6.7x	13.0x	6.7x	5.9x	5.6x
EV/EBITA	15.8x	19.3x	21.0x	10.0x	8.9x	8.8x
KGV	20.8x	NM	28.5x	10.4x	9.1x	9.0x

Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Prognose

Inhaltsverzeichnis

Investionsfall 3
Starker Ausblick 4
Unternehmensbewertung 6
Risiken und Herausforderungen 8
Das Unternehmen 9
Eine kurze Vorstellung von HANZA 9
Fokus auf Nachhaltigkeit 14
Das Team, das die Unternehmensstrategie umsetzt 16
Absatzmärkte und Wettbewerb 19
Ein wettbewerbsfähiger, aber robuster Markt 19
Wettbewerb 21
Finanzielle Entwicklungen und 24
Carlsquare Prognose 24
Ausbau von Clustern 24
Annahmen und Schätzwerte 27
Unternehmensbewertung 31
Kurswert innerhalb des Korridors 31
Kennzahlen und Finanzdaten 35
Haftungsausschluss 38

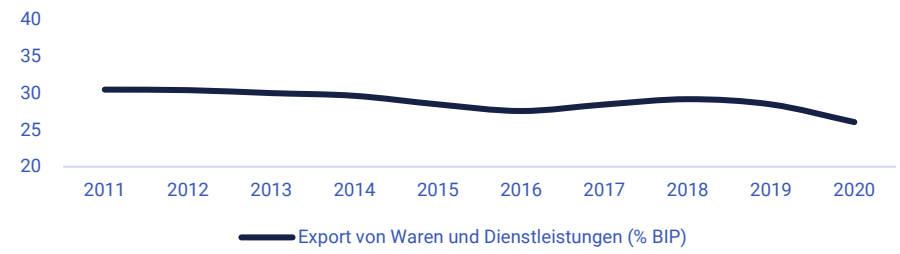
Investionsfall

Dank der Strategie der Produktionscluster und der Ausrichtung auf Nachhaltigkeit ist HANZA gut für die Trends im Bereich Auftragsfertigung positioniert. Mit zunehmender Reife des deutschen Clusters sehen wir die Profitabilitätsziele des Unternehmens in Reichweite, was ein weiteres starkes Ertragswachstum gegenüber dem derzeitigen Niveau bedeutet. Unserer Ansicht nach ist eine höhere Bewertung aufgrund der belegten Cash-Generierungsfähigkeiten von HANZA gerechtfertigt und dass eine relative Bewertung diese Ansicht unterstützt.

Gerüstet für die “Slowbalisation” Ära

Seit Anfang der 2010er Jahre scheint sich das Tempo der Globalisierung verlangsamt zu haben und viele internationale Unternehmen verlagern ihre Investitionen und Produktionen zurück an regionale Standorte (auch “back shoring” genannt). Ein Grund hierfür ist eine Risikoreduzierung angesichts potenzieller Störungen der Lieferketten, z.B. durch Handelskriege und Pandemien. Ein weiterer Grund sind schwindende Kostenvorteile, die sich aus der Fertigung in Entwicklungsländern ergaben. Die nachstehende Grafik veranschaulicht, wie sich das Wachstum des Welthandels bereits nach der Finanzkrise verlangsamt hat.

Weltweite Exporte wachsen langsamer als das BIP

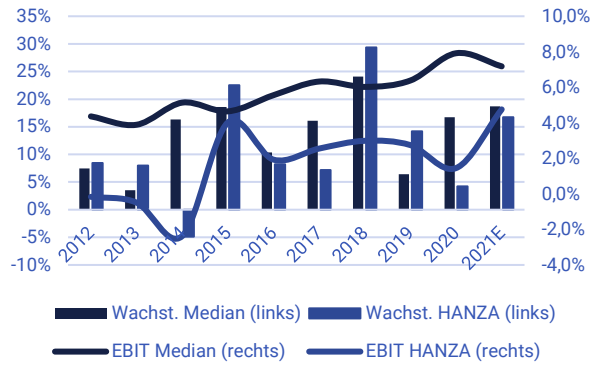


Quelle: World Bank

Erfolgreiche Expansion von Produktionsclustern

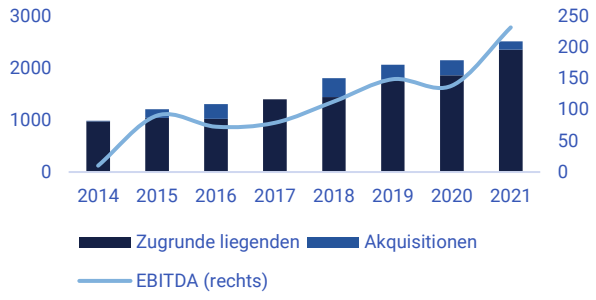
Für viele Unternehmen, insbesondere Start-ups, ist die Fertigung nicht Teil der Strategie. Für diese stellen Auftragsfertiger ideale Partner dar. Unserer Ansicht nach hat der Regionalisierungstrend in den letzten Jahren inländischen Auftragsfertiger begünstigt, was sich auch in einer entsprechenden finanziellen Wertentwicklung widerspiegelt.

Skandinavische Auftragsfertiger Umsatzwachstum und EBIT-Marge



Quelle: Unternehmeninformationen. Median von AQ Group, Inission, Kitron, Note und Scanfil

HANZA Umsatz und EBITDA (SEK Mio.)



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Analyse

HANZA ist ein 2008 gegründeter Auftragsfertiger, der vor allem durch Unternehmensübernahmen in den Bereichen Blechverarbeitung, Schwermaschinenbau und Elektronik erfolgreich regionale Fertigungscluster in Skandinavien, dem Baltikum und Mitteleuropa aufgebaut hat. Unseres Erachtens hat HANZA bewiesen, dass die Verlagerung von Globalisierung hin zu Regionalisierung viele Vorteile mit sich bringt. 2019 hat HANZA mit der Übernahme der RITTER Elektronik GmbH in Remscheid den ersten Schritt zur Ausweitung des Cluster-Ansatzes auf Deutschland vollzogen. 2021 kam dann das Elektronikunternehmen Beyer aus Mönchengladbach hinzu. Die gesamten sechs Produktionscluster sind derzeit in Kernmärkte (Schweden, Finnland und Deutschland) sowie in Sonstige Märkte (Baltikum, Mitteleuropa und China) unterteilt.

Akquisitionen waren und sind für das Wachstum des Unternehmens von entscheidender Bedeutung. Das Hauptziel der Übernahmen ist es, die Wettbewerbsstärke zu erhöhen. Unserer Meinung nach hat HANZA seine soliden wertsteigernden Qualitäten bewiesen, indem es Unternehmen zu moderaten Bewertungen erwarb und anschließend entsprechende Margen verbesserte. HANZA's Unternehmensphilosophie ist Margen und Cashflow durch eine gezielte Koordinierung und gemeinsame Nutzung von Ressourcen innerhalb eines Clusters erheblich zu steigern. Die Entwicklung innerhalb der Kernmärkte, insbesondere des schwedischen Clusters, ist ein klarer Beweis für den Erfolg dieser Methode.

Die gesamte Unternehmensleitung verfügt unserer Meinung nach ein umfassendes Fachwissen im Bereich der Fertigung. Zudem besitzt es ein etabliertes Netzwerk sowie bewährte Qualitäten im Unternehmensaufbau und der Kapitalverteilung. Zudem kann auf Erfahrungen aus führenden schwedischen Industrienehmen wie Note, Husqvarna, Hexagon, Nibe und Systemair zurückgriffen werden.

Starker Ausblick

In den letzten drei Jahren hat HANZA den deutschen Markt in Angriff genommen. Wir sind uns sicher, dass die deutsche Expansion ein entscheidender positiver Faktor für Wachstum und Ertrag sein wird.

Erholung nach der Pandemie ist in vollem Gange

Obwohl HANZA anfangs von der Pandemie durch geringere Kundenaufträge hart getroffen wurde, geriet die Unternehmensleitung nicht in Panik. Stattdessen startete es ein Programm ("Roadmap 2021"), um in allen geografischen Clustern zu investieren und weiter zu wachsen. Das Festhalten an dieser Strategie hat sich in 2021 bereits ausgezahlt, da sich die Nachfrage rasch wieder auf das Niveau vor der Pandemie erholt hat. Für 2022 erwarten wir ein anhaltend starkes Wachstum, das durch Akquisitionen und eine schwächere schwedische Währung (SEK) unterstützt wird. Wir sehen viel Potenzial einer Margensteigerung in Richtung des Unternehmensziels von über sechs Prozent (EBIT-Marge).

Begrenzte Anfälligkeit für steigende Produktionskosten

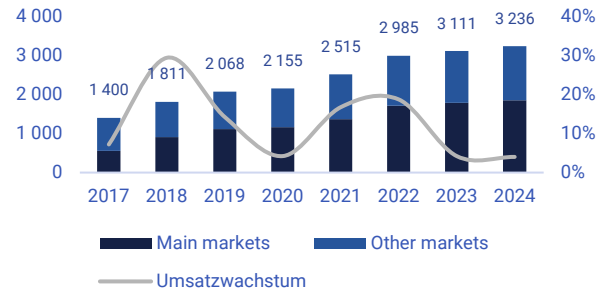
Für das Jahr 2022 erwarten wir eine allgemeine Kosteninflation. Dies gilt auch für die von HANZA eingekauften Waren wie Stahlblech und Elektronik. HANZA verkauft jedoch keine eigenen Produkte und wird in der Regel für Schwankungen der Produktionskosten in seinen Verträgen kompensiert. Daher sollten Erhöhungen der Rohstoffpreise direkt an die Kunden weitergegeben werden und sind daher in der Theorie in etwa ertragsneutral. Allerdings kann es quartalsweise zu erhebliche Schwankungen bei Gewinnmargen (und Cashflow) kommen, falls ein Ausgleich der Kostensteigerungen erst zeitlich versetzt erfolgt.

Wir sehen Kernmärkte als Treiber eines starken Ertragswachstums

Im Q4'2021 Bericht gab HANZA am 15. Februar an, dass es für 2022 ein weiteres Wachstumsjahr mit erhöhter Rentabilität erwartet. Wir schließen uns dieser Ansicht an, da unserer Meinung nach die Gesamtmarge durch die höhere Rentabilität in den Kernmärkten steigen sollte. Im Segment Sonstige Märkte gehen wir von vorübergehen Kostensteigerung im Zusammenhang mit dem Ausbau sowie der Bewältigung von Kapazitätsproblemen aus. Dies beeinträchtigt die derzeitigen Erträge, wir jedoch zuversichtlich sind, dass sich diese Probleme in der zweiten Jahreshälfte 2022 abmildern werden. Insgesamt gehen wir von einem starken Umsatzwachstum aus, das sich im Jahr 2022 in einem Konzern EBITA-Wachstum von rund 33 Prozent widerspiegeln wird.

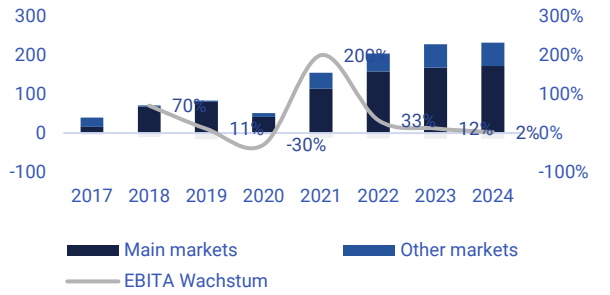
Wir glauben, dass das Ziel einer EBIT-Marge von sechs Prozent in den nächsten zwei Jahren in Reichweite ist. Eine verbesserte Kapazitätsauslastung in Deutschland, die Behebung von Problemen in der Lieferkette und dem Vollzug der Expansionen im Segment Sonstige Märkte sind dabei wichtige Faktoren. Angesichts eines erwarteten jährlichen Umsatzwachstums (CAGR) von etwa neun Prozent zwischen 2021 und 2024, rechnen wir auch mit einem soliden Gewinnwachstum von durchschnittlich 19 Prozent (Jahresüberschuss).

Umsatz (SEKm) und Wachstum (%)



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

EBITA (SEKm) und Wachstum (%)



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Weitere Akquisitionen und Wachstumsinitativen in Aussicht

In unserem Basisszenario sind wir nicht von weiteren Übernahmen ausgegangen. In der Vergangenheit haben diese jedoch erheblich zum Wachstum von HANZA beigetragen. Daher könnten sich unsere Umsatzerwartungen als zu konservativ erweisen. Die finanziellen Ziele von HANZA beinhalten ein jährliches Wachstum von mehr als zehn Prozent. Während der Q4'2021 Telefonschalte (conference call) deutete das Management an, dass es gerade die nächste Entwicklungsphase plant – eine „Roadmap 2025". Hierbei hat das Unternehmen noch keine Einzelheiten genannt, bisher waren aber alle Entwicklungsphasen mit Übernahmen verbunden, um ein Cluster mit neuen Fertigungstechnologien zu ergänzen oder neue geografische Märkte zu erschließen. In einem optimistischen Szenario (siehe weiter unten) gehen wir von einem zusätzlichen Wachstum von fünf Prozent pro Jahr durch Übernahmen aus.

Unternehmensbewertung

Unserer Meinung nach ist HANZA unterbewertet

Wir haben ein DCF-Modell mit einem Multiplikatoren-Bewertungsmodell kombiniert, um einen Kurswert zu berechnen. Unsere DCF-Bewertung ergibt einen Kurswert von 27-74 SEK, während unser Multiplikatoren-Bewertungsmodell einen Kurswert von etwa 38,5 SEK ergibt. Kombiniert man den Medianwert des DCF-Modells mit der durchschnittlichen Multiplikatorenbewertung, ergibt sich ein Kurswert von 44 SEK (vollständige Finanzierung und begleitende Verwässerung inbegriffen).

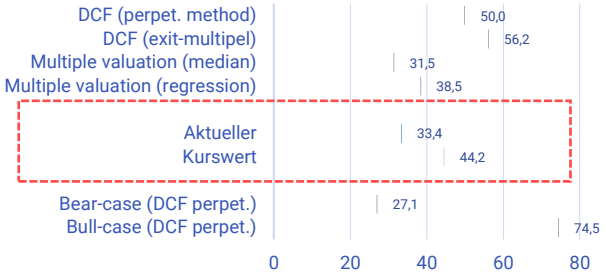
Unser Kurswert im Basisszenario stellt ein aussichtsreiches Aufwärtspotenzial gegenüber dem aktuellen Kurs von ca. 32% dar.

Kurswert, Basisszenario (SEKm)

Multiplikatorenbewerrtung, SEK	38,5
DCF Bewertung, SEK	50,0
Kurswert per Aktie, SEK	**44,2**
Auf-/Abwärtspotenzial	32%
Ausstehende Aktien, voll finanziert und verwässert	36,6
Shareholder value	**1 619**
Zahlungsmittel (31 Dez.)	46
Verbindlichkeiten (31 Dez.)	-758
Barwert der Eigenfinanzierung	14
EV	**2 318**

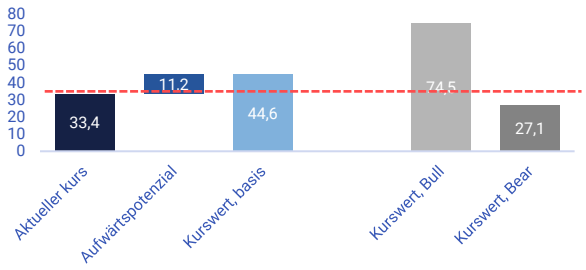
Quelle: Carlsquare Analyse

Kurswert innerhalb eines Korridors (SEK)



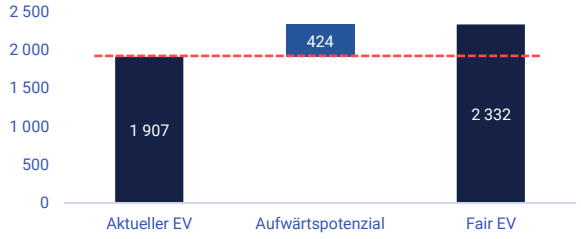
Quelle: Carlsquare Analyse

Kurswert, Basisszenario (SEK)



Quelle: Carlsquare Analyse

Darstellung Unternehmenswert, Basiszenario (SEKm)



Quelle: Carlsquare Analyse

Angemessenheitsbeurteilung, Bewertung Basisszenario

Unser Kurswert im Basisszenario entspricht den nachstehenden angewandten Multiplikatoren.

Implizierte Multiplikatoren, Basisszenario

	2021	2022	2023
EV/Sales	0,9x	0,8x	0,8x
EV/EBITDA	10,3x	8,3x	7,4x
EV/EBITA	16,6x	12,5x	11,2x

Quelle: Carlsquare Analyse

Unsere Bewertung entspricht einem EV/Sales Multiplikator 2022e von 0,8x. Die Referenzunternehmen der skandinavischen Auftragsfertiger werden derzeit mit einem Median des EV/Sales Multiplikator 2022e von 0,67x gehandelt. Wir glauben jedoch, dass ein Premiumaufschlag gerechtfertigt ist, da wir ein höheres Wachstum sowie eine höhere EBITDA-Marge als die Vergleichsunternehmen erwarten.

Bewertung innerhalb des Intervalls

Wir haben unser DCF-Modell (Perpetual-Methode) im optimistischen als auch im pessimistischen Szenario angewendet und dabei alternative Wachstumskurven und Rentabilitätsziele erstellt.

Im optimistischen Szenario gehen wir von einem höheren Wachstum von durchschnittlich zehn Prozent während des Prognosezeitraums aus, d.h. vom Doppelten der im Basisszenario angewendeten Rate. Diese Annahme beruht hauptsächlich auf potenziellen Übernahmen. Bei diesen Übernahmen gehen wir von einem EV/Sales Multiplikator von 0,5x aus. Im Durchschnitt gehen wir auch von einer um einen Prozentpunkt höheren EBIT-Marge, also sieben Prozent, aus. Basierend auf diesen Annahmen berechnen wir einen Kurswert von 74 SEK je Aktie.

Im pessimistischen Szenario modellieren wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 2,5 Prozent, d.h. die Hälfte des im Basisszenario angenommenen Wachstums. Zudem rechnen wir mit einer 1,5% niedrigen EBIT-Marge über den gesamten Prognosezeitraum. Nach Finanzierung und Verwässerung ergibt das pessimistische Szenario einen Kurswert von 27 SEK je Aktie.

Risiken und Herausforderungen

Lieferengpässe und Kostensteigerungen

Obwohl HANZA in der Regel für Rohstoffpreissteigerungen entschädigt werden sollte, sind die Unternehmenserträge gefährdet. Dies ist der Fall, wenn es HANZA nicht gelingt, die Kosten an die Kunden weiterzugeben. Insbesondere im Hinblick eines inflationären Marktumfelds kann sich dies auf die Erträge auswirken. Unserer Ansicht nach erwarten viele Unternehmen für 2022 einem Anstieg der Rohstoffpreise um etwa 20%. Falls HANZA dafür keinen angemessenen Ausgleich erhält, wird dies erhebliche Auswirkungen auf den Gewinn haben.

Zudem kann sich die Verknappung von Zulieferteilen auf Umsatzwachstum, Profitabilität und Cashflow auswirken. Wir gehen jedoch davon aus, dass diese Probleme letztendlich gelöst werden können. So investieren beispielsweise Halbleiterhersteller in den Jahren 2021 und 2022 massiv in neue Kapazitäten. Laut Fitch wird sich der weltweite Mangel and Chips im zweiten Halbjahr 2022 abschwächen.

Auch der Mangel an qualifizieren Arbeitskräften ist ein Risikofaktor in Zeiten starken Wachstums.

Die Globalisierung schlägt zurück

Auch wenn sich die Geschwindigkeit der weltweiten Expansion verlangsamt hat, ist die Globalisierung noch lange nicht vorbei. So ist der Anteil Asiens an den weltweiten Ausfuhren während der Pandemie gestiegen, was ein Beweis für die Widerstandsfähigkeit der asiatischen Produktionsbetriebe darstellt. Trotz des Trends hin zu Regionalisierung legt der Warenhandel laut IWF im Durchschnitt noch immer die gleichen Distanzen zurück wie vor der Pandemie (Altman, S. et al., „DHL Global Connectedness Index 2021 Update: Globalization Shock and Recovery in the Covid-19 Crisis“). Der Absatz von HANZA ist sehr stark auf Europa konzentriert. Sollten die europäischen Kunden von HANZA Marktanteile z.B. an asiatische oder nordamerikanische Konkurrenten verlieren, könnte dies die Wachstumsaussichten für HANZA negativ beeinflussen.

Margensteigerung könnte langsamer als erwartet ausfallen

Trotz des guten Wachstums während der Pandemie sind die Margen im Segment Sonstige Märkte durchwachsen geblieben. HANZA ist der Ansicht, dass die Sonstigen Märkte die gleichen Margen erzielen könnten wie die Kernmärkte sobald sie voll ausgebaut sind. Die strukturellen Unterschiede könnten jedoch eine höhere Rentabilität erschweren, z.B. aufgrund der hohen Arbeitsintensität, oder ganz zu schweigen von Kostensteigerungen. Zum gegenwärtigen Zeitpunkt schätzen wir die Rentabilitätsaussichten für das Segment Sonstige Märkte zurückhaltender als HANZA ein, bis wir mehr Anzeichen einer Annäherung der Margendifferenzen sehen.

Konjunkturelle Phasen

Das Geschäftsmodell von HANZA wurde noch nicht in einem längeren zyklischen Abschwung getestet. Gleichzeitig ist HANZA nicht auf den Erfolg einzelner Produkte angewiesen und verfügt über eine gewisse Flexibilität, um die Produktion an neue Kunden anzupassen, falls einige Abnehmerbranchen einen längeren Abschwung erleiden.

Das Unternehmen

HANZA ist ein 2008 gegründeter Auftragsfertiger, der erfolgreich sechs regionale Fertigungscluster in Europa und China aufgebaut hat. Dies wurde vorwiegend durch Akquisitionen, z.B. in den Bereichen Blechverarbeitung, Schwermaschinenbau und Elektronik erreicht. Zu den Kunden des Unternehmens zählen mehrere große europäische Industriekonzerne. Unserer Meinung nach hat das HANZA-Team bewiesen, dass die dezentrale Clusterorganisation gut positioniert ist, um vom Regionalisierungstrend zu profitieren. Eine starke Ausrichtung auf Nachhaltigkeit könnte dazu beitragen, neue Unternehmen sowie institutionelle Anleger anzuziehen.

Eine kurze Vorstellung von HANZA

Der Name „HANZA" bezieht sich auf den mittelalterlichen Handelsbund „Hanse", der den Handel im Ostseeraum dominierte. In diesem geografischen Gebiet hat HANZA seine Kunden und tätigt den größten Teil seiner Geschäfte.

Außerdem steht die HANZA-Gruppe für eine Vereinigung einer breiten Palette von Fertigungstechnologien wie Schwermetallbau, Leitermontage, Elektrik, Drehtechnik, Blechverarbeitung, Fräsen, Oberflächenbehandlung, Pulverbeschichtung, Schweißen, Montage und Prüfung.

Auswahl an Kunden

Quelle: Unternehmensinformationen

Für HANZA sind Krisen eine Chance

HANZA wurde am Höhepunkt der Finanzkrise 2008 mit der Strategie gegründet, ein führendes Unternehmen in einem Verbund von Fertigungstechnologien zu werden: Zerspannung, Feinblech, Leiterplatten und Elektronik, untermauert durch fortschrittliche Montage. Die Finanzkrise sowie die Eurokrise, die einige Jahre später folgte, gestalteten die Marktbedingungen von Anfang an als herausfordernd. Es bot sich jedoch die einmalige Gelegenheit, ein Fertigungsverbund mit geringen Anfangsinvestitionen aufzubauen. So wurde HANZA teilweise aus kriselnden Betrieben in Schweden, Estland, Finnland und Polen aufgebaut. HANZA wurde dabei von bekannten Unternehmern und Investoren aus der schwedischen Auftragsfertigungsbranche unterstützt. Vorstandsvorsitzende Erik Stenfors hatte bereits zuvor eine ähnliche Reise hinter sich, als er das elektronische Fertigungs-Dienstleistungsunternehmen NOTE gründete und leitete.

Im Jahr 2013 verfügte HANZA über ausreichende technologische Kapazitäten, um in Phase 2 überzugehen. Dabei wurden Fabriken mit unterschiedlichen Fertigungstechnologien in geografische Cluster verlagert, um so Synergien zu nutzen und die Kosteneffizienz zu steigern. 2015 erwarb HANZA das finnische Maschinenbauunternehmen Metalliset, wobei die Transaktion teilweise durch eine Bezugsrechtsemission in Höhe von 50 Mio. SEK finanziert wurde. Durch die Übernahme kamen Betriebe in Finnland, Estland, der Tschechischen Republik und

China hinzu. Zudem startete das Umstrukturierungsprogramm „Frontrunner" gestartet, in dessen Rahmen sechs Fabriken entweder verlagert oder stillgelegt wurden. Dadurch verbesserte sich das Ergebnis und der Cashflow im Zeitraum von 2015 bis 2017.

Im Jahr 2018 kündigte HANZA den Beginn der nächsten Phase an, mit dem Ziel, ein strategischer Geschäftspartner zu werden, der sich gleichzeitig auf eine profitable Expansion konzentriert. Mit dem Erwerb des schwedischen Komplettanbieter von fortschrittlichen Feinblechlösungen Wermech, und RITTER, einer deutschen Mechanik- und Elektronikgruppe mit Sitz in Remscheid, wurden neue Märkte und Kundensegmente erschlossen. Im Jahr 2021 hat HANZA die deutschen Aktivitäten durch den Erwerb des Elektronikherstellers Helmut Beyers mit einer modernen Fabrik in Mönchengladbach weiter ausgebaut. Dabei ergänzen sich die beiden deutschen Standorte, wobei sich RITTER auf die Bereiche Forschung und Entwicklung, Mechanik und Endmontage konzentriert während Beyer eine hochmoderne Elektronikfertigung bereitstellt.

Erweiterung der Fertigungscluster

Übernahmen waren für das Wachstum von HANZA entscheidend und werden es sehr wahrscheinlich auch bleiben. Wir denken, dass das Unternehmen solide wertsteigernde Qualitäten bewiesen hat, indem es Unternehmen zu moderaten Bewertungen erwarb und anschließend die Margen verbesserte. In gewissem Maße hat jedoch das organische Wachstum gelitten, da sich HANZA in der Regel auch wieder von erworbenen Einheiten trennt, die strategisch nicht mehr passen oder eine geringe Rentabilität aufweisen.

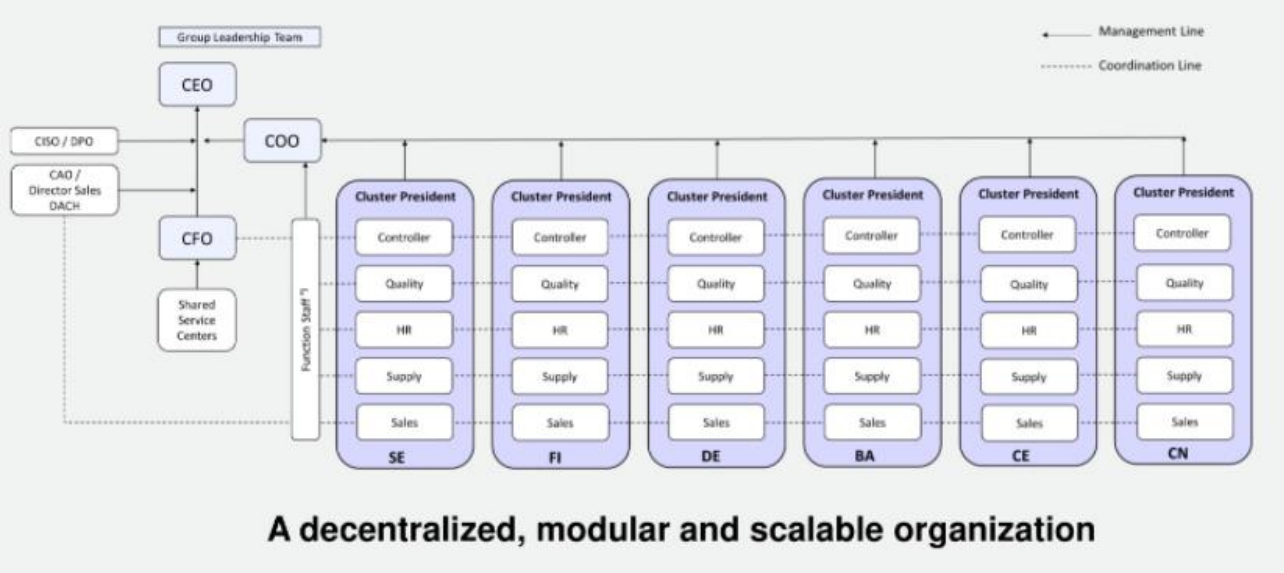
HANZA erwirbt Unternehmen nicht nur um größer zu werden, sondern sollen die Übernahmen in erster Linie dazu beitragen, dass die Gruppe ein besserer Produktionspartner wird. Dies wird zum Beispiel durch die Hinzunahme einer neuen Fertigungstechnologie, neuer Kundensegmente oder eines neuen geografischen Gebiets erreicht. Auch die Unternehmenskultur muss zum HANZA-Konzern im Allgemeinen passen, da das alte Management im Idealfall beibehalten werden sollte. Die Übernahmen in 2021 haben die Präsenz in den Kernclustern Deutschland und Finnland gestärkt, indem sie sich um fortschrittliche Elektronik (Beyers) und eine moderne Lackieranlage (SLP) ergänzten. Dabei hat sich der Verkäufer von Beyers auch entschieden, in HANZA zu reinvestieren.

Die dezentralisierte Organisation unterstreicht die Bedeutung der Unternehmenskultur.

Eines der wesentlichen Elemente ist die horizontale Struktur, die aus sechs geografischen Fertigungsclustern besteht. Die Cluster in den Kernmärkten – den skandinavischen Ländern und Deutschland – beliefern hauptsächlich lokale Kunden, während die Cluster in den Sonstigen Märkte – das Baltikum, Mitteleuropa und China – sich auf die Exportmärkte konzentrieren.

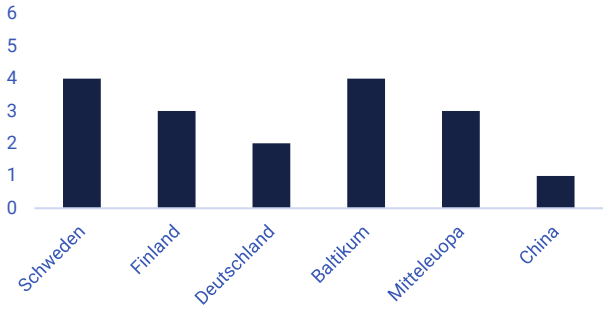
Jedes Cluster hat eine ähnliche Organisation und wird durch ein kleines Führungsteam geleitet, um den Verwaltungsaufwand zu minimieren. Darüber hinaus gibt es auch einige gemeinsame Dienstleistungen wie z.B. in den Bereichen Beratung und Geschäftsentwicklung.

HANZA Organisation



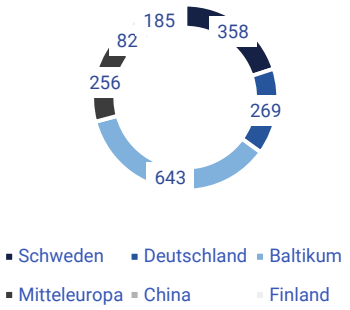
Quelle: Unternehmensinformationen

Fertigungstellen per geografischen Cluster



Quelle: Unternehmensinformationen

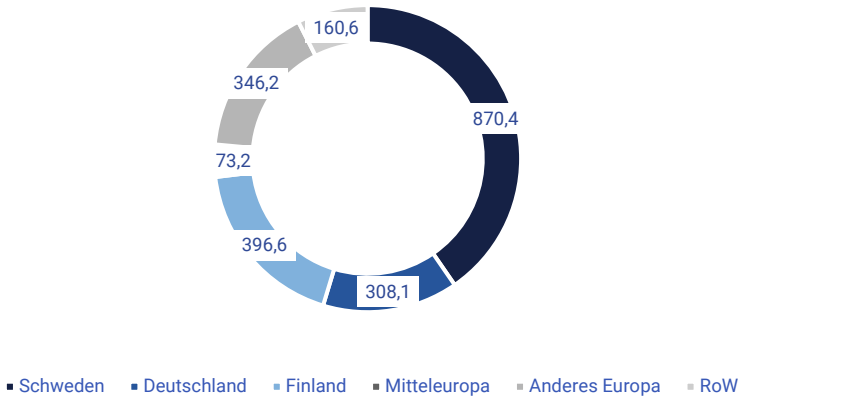
Mitarbeiter per geografischen Cluster



Quelle: Unternehmensinformationen. 2020 Zahlen an Akquisitionen angepasst

Schweden ist der größte Absatzmarkt und ein wichtiger Exportmarkt für die Cluster im Segment Sonstige Märkte. Deutschland wird nach der Übernahme von Beyers voraussichtlich der zweitgrößte Markt werden.

Nettoumsatz nach geografischen Märkten (2020) (SEKm)



Quelle: Unternehmensinformationen

Roadmap 2021 – Investitionen für den Aufschwung

Während der Pandemie wurden sowohl HANZA als auch seine Kunden in den Hauptmärkten zunächst hart getroffen. Dabei ging der Umsatz um etwa 20% zurück. Der Vorstand kam jedoch bald zu dem Schluss, dass das Angebot von HANZA als Alternative zu den komplexen und anfälligen globalen Lieferketten weiterhin relevant ist und sich die Nachfrage in der Folge erholen wird. Somit wurde der Aktionsplan Roadmap 2021 mit Investitionen und Übernahmen in allen Clustern außer Mitteleuropa (siehe unten) gestartet. Die bedeutendste Investitionsmaßnahme wurde in Estland getätigt, wobei 80 Mio. SEK in ein komplexes Montagewerk investiert wurden, das an die bestehende Blechfertigung in Tartu angrenzt. Das Werk wird planungsmäßig im ersten Quartal 2022 fertiggestellt.
Für 2022 kündigte HANZA Investitionen zur Erhöhung der Kapazitäten in den Bereichen Elektronik, Verkabelung und Montage in Polen und der Tschechischen Republik an (in der Abbildung unten nicht enthalten). Insgesamt umfasst die Roadmap 2021 Investitionen in Maschinen und Anlagen in Höhe von über 100 Mio. SEK (Tartu nicht inbegriffen).

Roadmap 2021, Investitionen für die Zeit nach der Pandemie

Quelle: Unternehmensinformationen

All you need is one

HANZA konzentriert sich auf die Produktion von Kleinserien, d.h. im Bereich von 1.000 bis 10.000 Stück. Damit unterscheidet sich das Unternehmen von "traditionellen", großvolumigen und niedrigpreisigen Auftragsfertigern einzelner Komponenten. Stattdessen strebt HANZA Aufträge an, bei denen es gleich mehrere Teile für den Kunden liefert, wobei auch die Endmontage von Modulen übernommen wird oder in einigen seltenen Fällen sogar das komplette Endprodukt. Die Aufträge sind in der Regel klein im Vergleich zu den traditionellen Auftragsfertigern, die oft in hohem Maße von einigen wenigen, sehr großen Kunden abhängig sind. Im Gegensatz dazu schätzen wir, dass keiner der Kunden von HANZA mehr als zehn Prozent des Umsatzes ausmacht (obwohl mehrere multinationale Unternehmen auf der Kundenliste stehen). Die zehn größten Kunden stehen für weniger als 50 % des Umsatzes.

Diese Strategie ist der Ursprung des firmeneigenen Slogans "All You Need is One". Sie könnte dazu beitragen, den hohen Preisdruck bei großvolumigen, geringwertigen Komponenten zu entkommen. Ein größerer Anteil an der Produktion bedeutet eine höhere Wertschöpfung pro Kunde. Mehr Aufträge und eine engere Beziehung zu Kunden bedeuten auch eine stärkere Kundenbindung und höhere Hürden, um HANZA durch andere Lieferanten zu ersetzen. Eigenen Angaben zufolge kann sich HANZA durch die größere Kontrolle über die gesamte Produktion besser an Nachfrageschwankungen anpassen und die Ressourcen effizienter zwischen Kundenprojekten innerhalb desselben Clusters aufteilen. Insgesamt dürfte die Strategie dazu beitragen, das Wachstum mit bestehenden Kunden zu fördern und gleichzeitig die Gewinnmargen zu sichern bzw. zu erhöhen. Ein möglicher Nachteil ist dabei das Risiko ein lokaler Nischenanbieter zu werden, was die Wachstumsmöglichkeiten einschränkt.

Die HANZA-Gruppe verfügt über ein umfassendes Wissen im Bereich der Auftragsfertigung. Sie verfügt über ein Entwicklungsteam von etwa 20 Personen, das auch Beratungsdienste anbietet. Dabei bietet es Lösungen für Kunden an, die mit Herausforderungen in der Produktions- und Logistikkette zu kämpfen haben (Geschäftsfeldbezeichnung: Manufacturing Solutions for Increased Growth & Earnings, MIG). Nach Managementangaben sind die Einnahmen in absoluten Zahlen relativ gering, aber wachsen stetig und sind ein möglicher Türöffner für neue Kunden in der Auftragsfertigung.

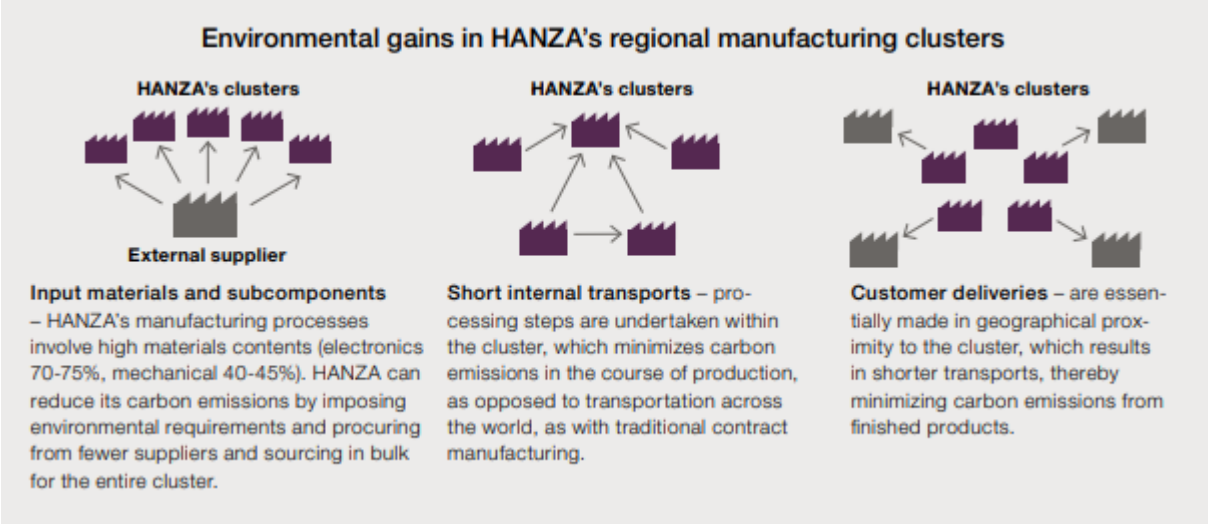
Fokus auf Nachhaltigkeit

HANZA bezeichnet sein Nachhaltigkeitsmanagement als einen integralen Bestandteil seiner Geschäftstätigkeit. Dabei spielt der Aspekt nachhaltigkeitsorientierte Kunden Produktionslösungen anzubieten eine wichtige Rolle. Wenn diese ihre Nachhaltigkeitsanforderungen nicht erfüllen können, besteht für diese eine Gefahr Aufträge zu verlieren. Dabei legen Kunden zunehmend Wert auf Nachhaltigkeit in ihren Lieferketten. Wenn HANZA seine Konkurrenten in dieser Hinsicht schlagen kann, stellt dies ein wichtiges Alleinstellungsmerkmal dar. 2019 schloss HANZA einen mehrjährigen Vertrag mit dem Bau- und Bergbauausrüstungsriesen Epiroc über die Lieferung von zusammengebauten Mechanik-Komponenten. Dieser Kunde nannte speziell das Fertigungscluster von HANZA als Vorteil in Hinblick der miteingehenden Nachhaltigkeitsaspekten. HANZA ist proaktiv in seiner Nachhaltigkeitsarbeit und berät auch seine Kunden bei der Einhaltung von Umweltanforderungen (Material Compliance Service).

Zwölf von 16 Fabriken sind nach ISO 14001 und ISO 45001 zertifiziert.

Nachhaltigkeit bringt aus unserer Sicht mehrere interessante Aspekte mit sich. Abgesehen davon, dass es eine potenzielle Wettbewerbsstärke (oder -schwäche) für HANZA als Zulieferer darstellt, könnte Nachhaltigkeit sich auch auf die Attraktivität der HANZA-Aktie als Anlage auswirken. In den letzten Jahren ist Kapital, das in ausgewiesene ESG-Fonds fließt, um ein Vielfaches gestiegen. Laut Morningstar hat sich das globale Vermögen nachhaltiger Fonds seit dem vierten Quartal 2019 auf 2.740 Mrd. USD verdreifacht.

Beispiele für Umweltvorteilen in den Clustern von HANZA



Quelle: Unternehmensinformationen

Aus Anlegersicht wird die EU-Verordnung SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation) der EU einen strukturellen Wandel auf den Finanzmärkten herbeiführen, indem sie die Nachhaltigkeitsberichterstattung verbindlich vorschreibt und Investmentgesellschaften dazu zwingt, auch die mit Nachhaltigkeit verbundenen Risiken bei ihren Investitionen zu bewerten.

Für Unternehmen sieht die Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung (Corporate Sustainability Reporting Directive, CSRD) vor, dass sie offenlegen müssen, welcher Prozentsatz ihrer Einnahmen der grünen Taxonomie der EU entspricht.

HANZA könnte von verstärkten ESG-Offenlegungen profitieren

Nachhaltigkeitsthemen (ESG) dürften ab 2022 eine wichtigere Rolle bei Investitionsentscheidungen spielen, da die Offenlegungsanforderungen steigen werden. Unternehmen mit einem starken oder einfach "weniger schlechten" Nachhaltigkeitsprofil werden infolgedessen voraussichtlich eine höhere Bewertung erzielen.

Während man spekulieren könnte, dass HANZA in diesem Zusammenhang gut abschneiden sollte (gegeben durch den Umweltvorteil angesichts der Strategie lokaler und regionaler Produktionscluster), müssen diese Umweltsvorteile noch in konkreten Werten bestätigt werden. Zum Beispiel:

- Wie hoch ist der Anteil der Einnahmen, der für die grüne Taxonomie in Frage kommt? HANZA veröffentlicht diese Information noch nicht. Derzeit finden wir keine Anhaltspunkte dafür, dass sich HANZA in dieser Hinsicht besonders hervorhebt. Es gibt jedoch klare Beispiele für grüne Projekte im Portfolio, wie etwa die enge Zusammenarbeit mit Tomra, dem norwegischen Hersteller von Leergutautomaten. Wir halten es für wahrscheinlich, dass HANZA in Zukunft weitere grüne Projekte anziehen kann.
- Sind Emissionen, Energieverbrauch und Abfälle in der Lieferkette von HANZA nachweislich geringer als bei anderen Auftragsfertigern oder Zulieferern? Wir sind zuversichtlich, dass HANZA in dieser Hinsicht einen hohen Rang belegt, es bisher jedoch keine veröffentlichte Beurteilung gegeben hat. Es ist relativ schwierig, verschiedene Unternehmen mit unterschiedlichen Fertigungstechnologien zu vergleichen, um ein vollständiges Bild zu erhalten. Dazu braucht es vermutlich zusätzliche Informationen von Lieferanten und Kunden.

Bei HANZA ist der Anteil institutioneller Anleger gering, und es liegen keine verlässlichen Anzeichen dafür vor, dass sich z. B. ESG-Investitionen von Fonds bisher positiv auf die Wertentwicklung der Aktie ausgewirkt haben.

Das Team, das die Unternehmensstrategie umsetzt

Ein Großteil des HANZA-Führungsteams ist bereits seit über 10 Jahren im Unternehmen tätig. Ursprünglich wurde das Unternehmen von früheren Mitarbeitern vom Unternehmen NOTE übernommen. Dies ist ein Hersteller von Elektronikprodukten, das von CEO Erik Stenfors mitbegründet und bis 2006 geleitet wurde. Wir sind der Auffassung, dass HANZA ohne ein tiefes Marktverständnis und gute Beziehungen zu seinen Kunden nicht so weit gekommen wäre. Wir haben den Eindruck, dass HANZA eine dezentralisierte Organisation ist und die Cluster-Manager bei der Umsetzung der Unternehmensstrategie sehr unabhängig sind. Die Organisation spiegelt auch den lokalen/regionalen Charakter des Unternehmens und die Bedeutung enger Kundenbeziehungen wider.

	Erik Stenfors ist CEO und Gründer des Unternehmens. Er hat einen unternehmerischen Hintergrund, da er schon als Gründer und CEO des Auftragsherstellers NOTE und Gründer des E-Commerce Unternehmens Wonderful Times Group erfolgreich war. Erik besitzt 450.000 Aktien und 350.000 Optionsscheine.
	Lars Åkerblom ist CFO und Executive Vice President. Er trat 2010 dem Unternehmen bei und hatte zuvor ähnliche Positionen inne, z. B. bei Pricer und Nocom. Er verfügt außerdem über einen Abschluss als zugelassener Wirtschaftsprüfer und Market Manager bei KPMG. Lars besitzt 110.210 Aktien und 250.000 Optionsscheine.
	Andreas Nordin ist COO. Er hat Managementerfahrungen als Werksleiter bei Ericsson in Mexiko, Brasilien und Estland. Er hält 250.000 Optionsscheine.

Quelle: Unternehmensinformationen

Es existieren 850.000 ausstehende Optionsscheine mit einem Ausübungspreis von 20 SEK pro Aktie und einer Zeichnungsfrist zwischen Juni und September 2023. Die Optionsscheine sind derzeit im Geld (in the money) und werden bei vollständiger Zeichnung zu einer Verwässerung von 2,4 Prozent führen.

Aufsichtsrat

HANZA verfügt über einen beeindruckenden Aufsichtsrat, der über umfangreiche Erfahrungen in erfolgreichen schwedischen Industrie- und Konsumgüterunternehmen verfügt. Außerdem ist der Aufsichtsrat in erheblichem Umfang am Unternehmen beteiligt.

Francesco Franzé ist seit 2015 Mitglied des Aufsichtsrats und seit 2019 Aufsichtsratsvorsitzender. Er ist zweitgrößte Aktionär und besitzt zehn Prozent des Unternehmens. Er war Mitglied der Konzernleitung von Husqvarna und leitender Direktor im Bereich „Industrial Operations“ der Electrolux-Gruppe.
Gerald Engström ist größter Aktionär und Mitbegründer. Früher war er HANZA CEO und ist derzeitiger Vorsitzender und größter Aktionär von Systemair. Er besitzt 8,6 Millionen Aktien.
Håkan Halén ist ebenfalls einer der größten Aktionäre und war zuvor von 2001 bis 2013 Finanzvorstand von Hexagon. Håkan ist seit 2015 Mitglied des Aufsichtsrats und hält 2,4 Millionen Aktien.
Helen Richmond ist CEO des Heizungsherstellers Enertech, der zum NIBE-Konzern gehört. Sie besitzt 39.000 Aktien.
Sofia Axelsson ist Leiterin der Konsumentensparte von Electrolux und war zuvor CEO von Svedbergs. Sie hält 4.000 Aktien.

Quelle: Unternehmensinformationen

Die zehn größten Anteilseigner

Wie bereits erwähnt, ist Gerald Engström über die Gesellschaft Färna Invest der größte Aktionär. Im Jahr 2015 begann er mit dem Aufbau seiner Beteiligung in Verbindung mit der Ausgabe einer Wandelanleihe und hat seine Anteile kontinuierlich aufgestockt. Laut Holdings.se ist HANZA die zweitgrößte Aktienposition in Engströms Portfolio (wenngleich sie deutlich kleiner ist als seine Beteiligung von über 8 Mrd. SEK an Systemair).

Insgesamt wird der Aktienbesitz von Unternehmern und Personen mit umfangreichen Erfahrungen in der Produktion und im Wachstum durch Übernahmen dominiert (z. B. Systemair, Hexagon, Husqvarna und NIBE). Das heißt, viele haben bereits den Erfolg erzielt, den HANZA anstrebt. Wir sehen es als Qualitätssiegel an, dass sie HANZA als eine vielversprechende Investition betrachten und zudem im Aufsichtsrat vertreten sind.

Bislang mangelt es an institutionellem Interesse

Ein weiterer bedeutender Aktionär ist die RITTER Beteiligungs GmbH, die zum drittgrößten Aktionär wurde, nachdem HANZA bei der Übernahme einen Teil in Aktien bezahlte. Das Fehlen institutioneller Aktionäre ist ein wenig überraschend. Dazu hat der relativ geringe Streubesitz wahrscheinlich beigetragen. Die HANZA-Aktie wurde im März 2019 an der Nasdaq Stockholm im Primärmarkt gelistet. Eine höhere Bewertung könnte helfen, institutionelle Aktionäre anzuziehen.

Zehn größten Aktionäre

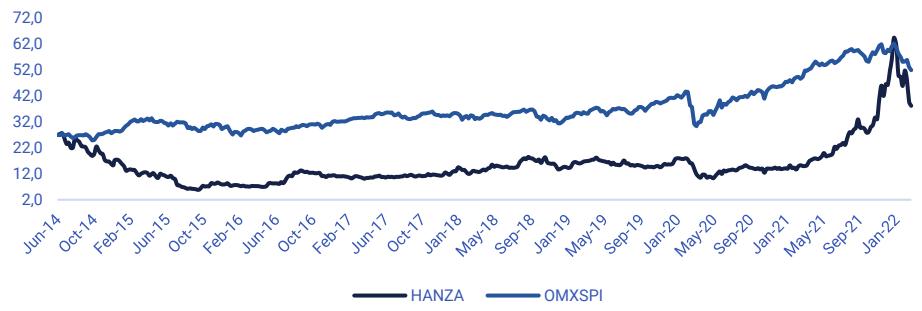
Aktionär	Kapital	Stimmrecht
Gerald Engström	23,9%	23,9%
Francesco Franzé	10,0%	10,0%
Ritter Beteiligungs Gmbh	8,8%	8,8%
Håkan Halén	6,6%	6,6%
Massimiliano Franzé	5,8%	5,8%
Nordnet Pensionsförsäkring	5,0%	5,0%
Svenska Handelsbanken AB for PB	4,9%	4,9%
Avanza Pension	3,3%	3,3%
Eugen Steiner	2,8%	2,8%
Bankinter	1,9%	1,9%

Quelle: Holdings.se

Kursentwicklung

Nachstehend ist die Kursentwicklung der Aktie im Vergleich zum OMXSPI dargestellt.

HANZA Aktienkursentwicklung, SEK



Quelle: S&P Capital IQ und Carlsquare

2014, nach der Notierung an der Nasdaq Stockholm First North, hatte die HANZA-Aktie einen schlechten Start, was auf ein schwieriges Jahr für viele Kunden, insbesondere in Finnland und Norwegen zurückzuführen ist. Einige Jahre später

erholte sich die Aktie als die Umstrukturierung und die Clustererweiterung voranschritten und sich der Cashflow verbesserte. Im Jahr 2019 wurde die Aktie dann im Primärmarkt an der Nasdaq Small Cap notiert.

2021 hatte die Aktie einen enormen Lauf. Die Übernahme von Beyers im Jahr 2021 kam bei den Anlegern gut an, vermutlich weil sie von der erneuten Expansion in Deutschland überzeugt waren. Mehrere andere Auftragsfertiger legten ebenfalls zu, da sich die Umstände zu ihren Gunsten entwickelten. Kunden suchen händeringend nach neuen Kapazitäten, während die Trends zu Regionalisierung und Outsourcing anhalten. Viele Auftragsfertiger haben in den letzten zwölf Monaten ein Rekordwachstum bei Auftragseingang und Absatz verzeichnet, darunter auch HANZA.

Die wichtigsten Veränderungen in den Besitzverhältnissen im vergangenen Jahr waren die Erhöhung des Anteils von Gerald Engström um 20 Prozent und die Veräußerung aller Anteile von Protector (etwa drei Prozent). Die Zahl der Aktionäre stieg im Jahr 2021 deutlich von 1 772 auf 6 800 (laut Holdings.se).

Absatzmärkte und Wettbewerb

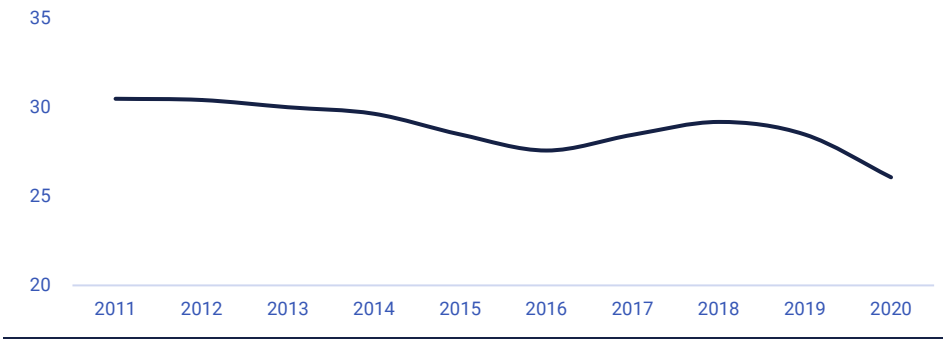
Der Markt für Auftragsfertiger ist praktisch grenzenlos; bei Massenprodukten herrscht jedoch ein harter Wettbewerb. Die skandinavischen Marktteilnehmer sind relativ klein, haben sich aber durch die Konzentration auf Nischen-Wachstumssegmente und Produktentwicklungsdienste gut behauptet. Ein Vergleich zeigt, dass HANZA seinen börsennotierten Konkurrenten in Bezug auf Wachstum und Rentabilität auf den Fersen ist.

Ein wettbewerbsfähiger, aber robuster Markt

Seit Anfang der 2010er Jahre scheint sich das Tempo der Globalisierung verlangsamt zu haben. Viele multinationale Unternehmen verlagern Investitionen und Produktion an regionale Standorte, was auch als "Backshoring" bezeichnet wird. Ein Grund dafür ist die Risikoreduzierung angesichts potenzieller Störungen der Lieferketten, z. B. durch Handelskriege und Pandemien. Ein weiterer Grund sind die schwindenden Kostenvorteile, die sich aus der Verlagerung der Produktion in Entwicklungsländer ergeben. Laut einer McKinsey-Umfrage aus dem Jahr 2020 gehörten Backshoring und die Regionalisierung von Zulieferern zu den obersten Prioritäten von Supply-Chain Führungskräften (nach geteilten Beschaffungswesen und erhöhter Lagerhaltung), um die Widerstandsfähigkeit gegenüber Störungen zu erhöhen (Lund, S. et al., "Risk, resilience, and rebalancing in global value chains", McKinsey Global Institute, August 2020).

Die nachstehende Grafik zeigt die beginnende Verlangsamung des Welthandels bereits nach der großen Finanzkrise.

Weltweite Exporte wachsen langsamer als das BIP



Quelle: Weltbank

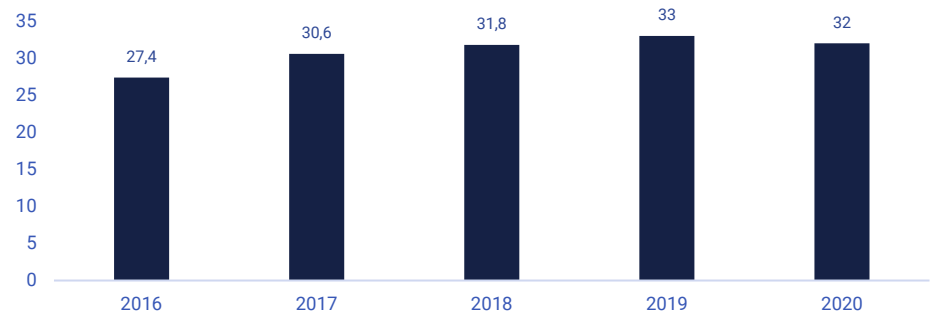
Anhaltender Boom in der Auftragsfertigung von Elektronik?

Gemäß HANZA ist der Gesamtmarkt für Auftragsfertigung schwer einzuschätzen, da der Markt viele verschiedene Segmente umfasst. Zudem konkurriert HANZA mit hauseigenen Fertigungen der Unternehmen.

Den Wachstumsmöglichkeiten sind keine klaren Grenzen gesetzt, allerdings ist der Wettbewerb hart, insbesondere bei Produkten mit hohem Volumen.

HANZA betrachtet den europäischen Markt für Auftragsfertigung von Elektronik als den wichtigsten Referenzmarkt. Er wird auf 32 Mrd. EUR (2020) geschätzt. Mit einem Elektronikteileumsatz von 845 Mio. SEK lag der Marktanteil von HANZA bei etwa 0,25 Prozent.

Europäischer Markt für Auftragsfertigung im Bereich Elektronik (Mrd. EUR)



Quelle: HANZA/Reed Electronics Research

Der Markt ist jährlich um drei bis vier Prozent gewachsen. Im Jahr 2021 hat sich das Wachstum weiter beschleunigt und die Auftragsbücher rapide gefüllt. Laut dem Auftragsfertigungsunternehmen NOTE könnte das Marktwachstum in Europa in den nächsten Jahren auf über sieben Prozent steigen. Dies wird u. a. durch die zunehmende Elektrifizierung und den Einsatz digitaler Anwendungen unterstützt. Außerdem sind immer weniger Unternehmen aus Kapazitätsgründen in der Lage ihre Aufträge zu erfüllen und somit ihre Fertigung auslagern.

Einer der Branchenführer, Flex, vertritt eine zurückhaltende Ansicht und strebt ein Wachstum in Höhe des BIP oder leicht oberhalb davon an. Der norwegische Marktführer Kitron geht von einem Wachstum von vier bis fünf Prozent in den nächsten drei Jahren aus.

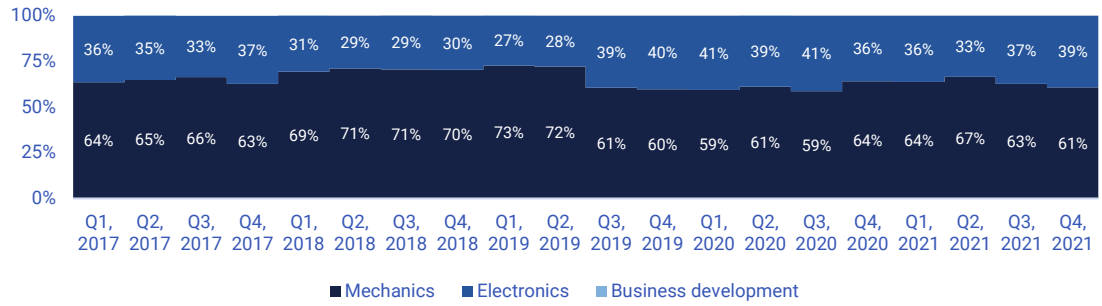
Wettbewerb

Der Markt für Auftragsfertigung ist ziemlich fragmentiert, mit vielen lokalen Akteuren. Allerdings sind einige große asiatische Unternehmen wie Foxconn und Flex auf dem europäischen Markt für elektronische Auftragsfertigung tätig. Nach Angaben von *EMS Now* entfallen auf die zehn größten Unternehmen etwa 45 % des Marktes.

HANZA hat in der Vergangenheit den größten Teil seines Umsatzes im Bereich Mechanik erzielt. Der Elektronikanteil ist jedoch durch die Expansion nach Deutschland gewachsen. In der Mechanik ist die Wettbewerbslandschaft ebenfalls heterogen und schwer einzuschätzen. HANZA hat typischerweise eine Vorlaufzeit von sechs bis zwölf Monaten hinsichtlich eines Auftragseingangs.

Nach Angaben des Managements hat noch kein Kunde seinen Vertrag gekündigt bzw. zu einem Mitbewerber gewechselt. Wir halten dies für einen Beweis für die Wettbewerbsfähigkeit von HANZA. Es hat jedoch Fälle gegeben, in denen sich Kunden letztendlich eher für eine Massenproduktion entschieden haben.

HANZA Umsatzverteilung nach Fertigungstechnologie



Quelle: HANZA

Zu den skandinavischen börsennotierten Wettbewerbern (Elektronik und Mechanik) gehören AQ Group, Inission, Kitron, Note und Scanfil. Nicht alle Unternehmen sind direkte Konkurrenten, wir halten jedoch einen Vergleich aus Kapitalmarktsicht für sinnvoll.

AQ Group

Die AQ-Group wurde 1994 in Västerås als Spin-off von ABB gegründet und hat sich erfolgreich in den Bereichen Schaltkästen, Induktionsbauteile, Verkabelung, Bleche und Thermoplastikteile entwickelt. Der Konzern ist weltweit vertreten, unter anderem in den USA, China und Südamerika. Wie HANZA verfügt der Konzern über ein umfangreiches Angebot an Fertigungstechnologien. Die AQ-Group hat einen Umsatz von 5,2 Mrd. SEK (letzten 12 Monate per September 2021). Der Kundenmix umfasst Automobil- und Telekommunikationsausrüstung, was beides Geschäftsfelder darstellen, in denen HANZA derzeit nicht aktiv ist.

Inission

Inission ist ein kleinerer (~SEK 1 Mrd.) skandinavischer Elektronik- und Mechanikkonzern mit Produktionsdienstleistungen. Das Unternehmen beliefert die Branchen Maschinenbau, Marinetechnik, Sicherheitstechnik, Medizintechnik, Steuerungstechnik, Messtechnik, Offshoretechnik, Umwelt und Fahrzeugbau. Inission AB (publ) wurde 1973 gegründet und hat seinen Sitz in Karlstad, Schweden. Der Absatz von Inission wurde im Jahr 2021 durch einen Mangel an Komponenten beeinträchtigt.

Incap

Incap Oyj bietet zusammen mit seinen Tochtergesellschaften Elektronikfertigungsdienste in Europa, Nordamerika, Südamerika, Asien, Afrika und Australien an. Das Unternehmen bietet u.a. CB-Montage und -Fertigung sowie Baugruppenmontagen an. Das Unternehmen ist in den Bereichen Luft- und Raumfahrt, Automobil, Unterhaltungselektronik, Datenspeicherung, Verteidigung, Umweltschutz, Lebensmittel und Verkaufsautomaten, industrielle Steuerung und Automatisierung, Medizin, Öl- und Gasversorgung, Energie, Sicherheit, Wissenschaft, Telekommunikation sowie Logistik und Infrastruktur tätig. Im Jahr 2020 erwarb Incap das Unternehmen AWS Electronics.

Kitron

Kitron ASA ist ein norwegisches Unternehmen, das sich auf die Herstellung von Elektronik für die Sektoren Energie/Telekommunikation, Verteidigung/Luftfahrt, Offshore/Marine, medizinische Geräte und Industrie spezialisiert hat. Das Unternehmen stellt Elektronik her, die in Kundenprodukte integriert werden, sowie komplette Elektronikendprodukte. Kitron hat sich während der Pandemie sehr gut behauptet, da es z. B. medizinische Geräte für die Beatmung herstellt. Im Jahr 2021 sah sich das Unternehmen mit Einschränkungen in der Lieferkette konfrontiert, die sich auf die Lieferfähigkeit auswirkten. Daher senkte Kitron den Ausblick im Bericht für das dritte Quartal. Kitron hat einen Umsatz von 3,7 Mrd. NOK.

Note

Note ist ein Dienstleistungsanbieter im Bereich der Elektronikfertigung und führend in der PCB-Montage und der Herstellung von Baugruppen für High-End-Produkte. Das Unternehmen hat in den letzten Jahren ein beträchtliches Wachstum und Rekordmargen erzielt, vor allem durch Kunden aus dem Bereich Greentech. Im Jahr 2021 verzeichnete das Unternehmen einen Umsatz von 2,6 Mrd. SEK.

Scanfil

Einer der größten börsennotierten nordischen Auftragshersteller, der Systemlösungen für die Elektronikindustrie anbietet. Das Unternehmen verzeichnet einen Umsatz von 658 Mio. EUR und schließt das ehemalige börsennotierte schwedische Schwesterunternehmen Partnertech mit ein.

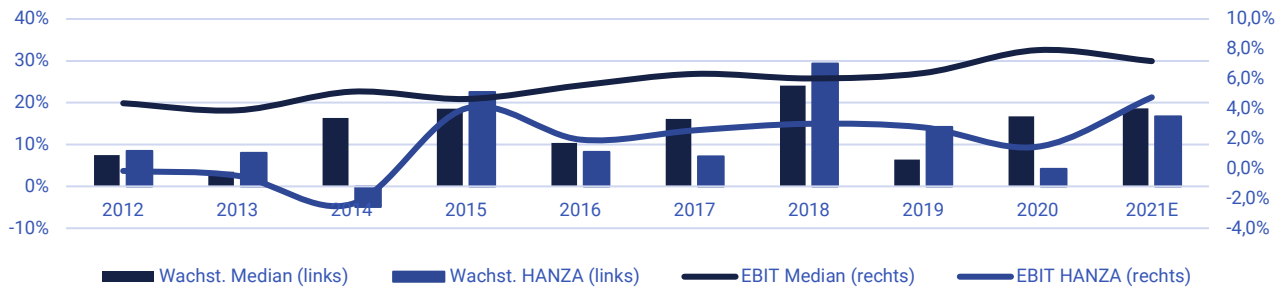
HANZA hat ein hohes Wachstum, hinkt bei den Margen aber hinterher

Für viele Unternehmen, insbesondere Start-ups, ist die Fertigung nicht Teil der Strategie. Für diese stellen Auftragsfertiger ideale Partner dar. Es gibt Belege dafür, dass sich der Trend zur Regionalisierung in den letzten zehn Jahren positiv auf die regionalen Auftragsfertiger ausgewirkt hat.

Gute Leistung im Jahr 2021 trotz Problemen in der Lieferkette

Die skandinavischen Auftragsfertiger erzielten in den letzten zehn Jahren gute Ergebnisse, wobei die Rentabilität im Allgemeinen zufriedenstellend ist. Die Margen haben sich verdoppelt, was gegenüber dem Verdrängungswettbewerb zu Beginn des Jahrhunderts eine deutliche Veränderung darstellt. Ein Vergleich zeigt, dass HANZA im gleichen Rahmen wie die oben erwähnte Vergleichsgruppe gewachsen ist. Allerdings sind die Margen bisher nicht ganz so gut. Zudem war HANZA von der Pandemie stärker betroffen. Eine optimistische Interpretation wäre, dass genügend Verbesserungspotenzial vorhanden ist. Außerdem sind die Margen schon im Jahr 2021 deutlich gestiegen, wenn auch von einem niedrigen Niveau aus. Im Gegensatz dazu verzeichneten viele andere Unternehmen in der Branche, trotz eines soliden Umsatzwachstums in 2021, schrumpfende Margen aufgrund von Einschränkungen in der Lieferkette und die damit verbundenen Kosten.

Wachstum (links) und EBIT-Marge



Quelle: Unternehmensinformationen. Median von AQ Group, Inission, Kitron, Note und Scanfil

Im Gegensatz dazu sind die Bruttomargen von HANZA vergleichsweise hoch (NOTE hat eine funktionsbasierte Finanzberichterstattung, was die niedrigen Werte dieses Vergleichsunternehmen erklärt). Ein Grund für den Unterschied bei den EBIT-Margen liegt darin, dass die Tätigkeiten von HANZA relativ arbeitsintensiv sind, insbesondere in den Clustern im Segment Sonstige Märkte. Außerdem hat HANZA im Vergleich zu anderen Unternehmen verhältnismäßig hohe Abschreibungen.

Peer-Vergleich, Bruttomargen

Unternehmen	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Note	9%	8%	11%	11%	12%	12%	12%	12%	12%
Scanfil	31%	31%	33%	33%	33%	31%	32%	33%	31%
Kitron	39%	39%	36%	36%	36%	34%	33%	33%	33%
AQ Group	48%	47%	49%	50%	54%	50%	51%	51%	54%
Median	**35%**	**35%**	**35%**	**35%**	**34%**	**32%**	**33%**	**33%**	**32%**
HANZA	43%	39%	40%	41%	45%	42%	44%	46%	44%

Quelle: S&P Capital IQ und Unternehmensinformationen

Bewertung der Referenzunternehmen

Wir kommen zu dem Schluss, dass HANZA im Vergleich zu seiner Peer-Gruppe bei den Bewertungsmultiplikatoren mit einem leichten Abschlag bewertet ist. Der Vergleich ist jedoch verzerrt, da uns keine übereinstimmenden Schätzungen für die AQ Group und NOTE, zwei der erfolgreichsten Vergleichsunternehmen, vorliegen. Dennoch halten wir die Bewertung für attraktiv, da wir davon ausgehen, dass HANZA im Allgemeinen ein besseres Gewinnwachstum als seine Konkurrenten aufweisen wird.

Zusamenfassende Tabelle der Referenzunternehmen

Unternehmen	HQ	Mcap (Mio, SEK)	CAGR, 2020-2023	µEBITDA-Marg,, 2021-2023	EV/SALES	EV/EBITDA	P/E
Auftragsfertiger					2022	2022	2022
AQ Group AB (publ)	SE	4 574	-100%	#DIV/0!			
NOTE AB (publ)	SE	4 539					
Inission AB (publ)	SE	489	9%	8%	0,5x	6,0x	10,7x
Kitron ASA	NO	4 228	28%	10%	0,7x	7,0x	13,5x
Scanfil Oyj	FI	4 487	6%	9%	0,6x	7,2x	11,8x
Incap Oyj	FI	3 795	16%	17%	1,5x	8,8x	13,5x
Median		**4 357**	**13%**	**9,0%**	**0,65x**	**7,1x**	**12,6x**
Durchschnitt		3 685	15%	10,9%	0,8x	7,2x	12,4x
HANZA (Konsens)	**SE**	**1 195**	**8%**	**10,4%**	**0,6x**	**5,6**	**10,3**
HANZA (CSQ)	**SE**	**1 195**	**13%**	**9,5%**	**0,6x**	**6,5x**	**10,4x**

**Schätzwerte sind von Carlsquare. Quelle: S&P Capital IQ und Carlsquare Schätztwerte*

Finanzielle Entwicklungen und Carlsquare Prognose

In den letzten zehn Jahren ist der Umsatz von HANZA im Durchschnitt um elf Prozent pro Jahr gestiegen. Wir sehen ein überdurchschnittliches Wachstum in den Jahren 2021-2022 aufgrund der Erholung in Deutschland, eines gestiegenen Marktanteils und der Zukäufe. Wir erwarten eine gute operative Ertragskraft, da HANZA von steigenden Materialkosten relativ unabhängig sein sollte. Obwohl die EBIT-Marge niedriger ist als die der Wettbewerber, hat HANZA eine wettbewerbsfähige Cash-Generierungsfähigkeit bewiesen.

Ausbau von Clustern

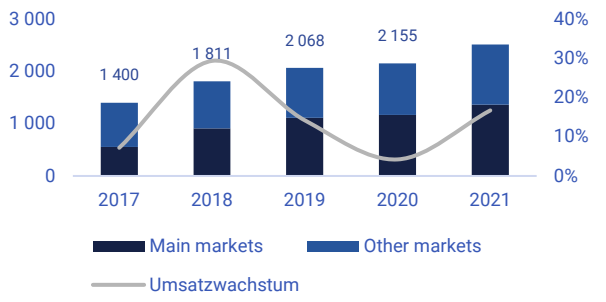
Übernahmen als zentrale Wachstumsstrategie

In der Vergangenheit hat HANZA im Durchschnitt ein zweistelliges Wachstum erzielt. Zwischen 2011 und 2021 lag der CAGR des Umsatzes bei rund elf Prozent. Der größte Teil des Wachstums wurde durch Übernahmen erzielt, z. B. RITTER, Wermech und Metalliset mit einem Gesamtumsatz von etwa 1,25 Mrd. SEK.

Gleichzeitig haben Umstrukturierungen und der Ausstieg aus nicht-strategischen Bereichen das Umsatzwachstum negativ beeinflusst. Ein Beispiel ist das Frontrunner-Programm (2015-2017), in dem HANZA die Produktion mit einem Umsatz von ca. 150 Mio. SEK eingestellt hat. Darüber hinaus hat HANZA auch die Produktion einzelner Komponenten für die Telekommunikationsindustrie mit einem Umsatz von etwa 100 Mio. SEK eingestellt. Im Jahr 2020 hat HANZA im Rahmen des Restrukturierungsprogramms "Resistor" einen Umsatz von rund 100 Mio. SEK stillgelegt.

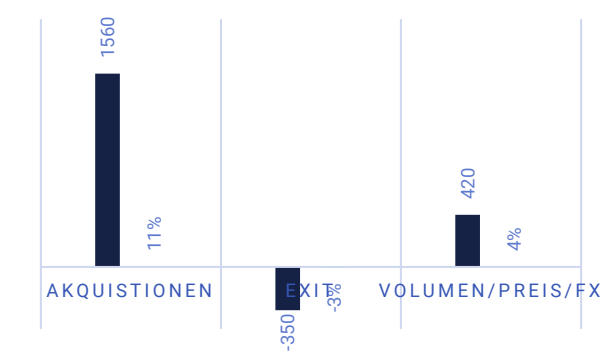
Bereinigt um diese Faktoren errechnen wir ein organisches Wachstum von rund vier Prozent (CAGR) zwischen 2011 und 2021 (inklusive Währungseffekte). Unseren Schätzungen nach liegt dies im Einklang mit großen Industriekunden wie ABB, Atlas Copco, Epiroc und Oerlikon.

Umsatz (Mio. SEK) und Wachstum



Quelle: Unternehmensinformationen

Wachstumsfaktoren 2011-2021, Mio. SEK und CAGR (%)



Quelle: Carlsquare Schätzwerte

Margen verbessern sich

Clustermodell ist widerstandsfähig gegen Nachfrageschocks

HANZA hat ein EBIT-Ziel von mindestens sechs Prozent. Dieses Ziel ist auf Gruppenebene noch nicht erreicht worden. Der zugrunde liegende Trend ist

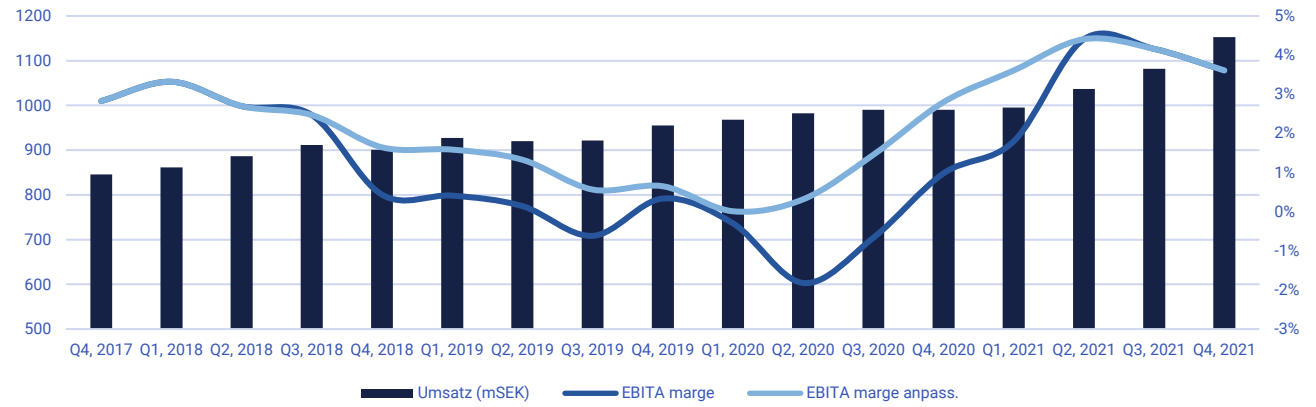
jedoch positiv, wobei die Vergleichbarkeit beeinträchtigende Posten, einschließlich nicht zahlungswirksamer Abschreibungen, die Margen wiederholt belastet haben. Wichtiger ist aber, dass der operative Cashflow höher als das operative Ergebnis ist. Die Margen sind im Laufe der Zeit zudem konstanter geworden. Im Jahr 2020 wurde das Clustermodell einem Stresstest unterzogen, als die Aufträge während der Pandemie einbrachen. Trotz des Nachfrageschocks war das um die Restrukturierungskosten bereinigte Betriebsergebnis jedoch stabil.

Sonstige Märkte als Schlüsselfaktor für die Zielerreichung

Die ausgewiesene Marge ist niedriger als die anderer bekannter nordischer Auftragshersteller wie Kitron, Note, Scanfil und AQ Group. Diese Unternehmen haben mindestens die doppelte Marge. Während die Margen in den Kernmärkten nicht weit von denen der Hauptkonkurrenten entfernt sind, ist die niedrige Rentabilität im Segment der Sonsigen Märkte ein Hindernis.

Daher ist die Verbesserung der Margen in den Sonstigen Märkten ausschlaggebend. Die anhaltende zyklische Erholung sollte dabei hilfreich sein. 2021 verbesserte sich die Marge (EBITA) schon auf 3,6 Prozent (1,0), während der Umsatz um 16,5 Prozent stieg, was aus historischer Sicht hohe Werte sind. Der Anstieg der Margen spiegelt auch die Belastungen, die mit Restrukturierungskosten und Abschreibungen in diesem Segment verbunden waren, wider. Das nachstehende Schaubild veranschaulicht Umsatz, Margenentwicklung und Margen ohne Abschreibungen und Restrukturierung.

Sonstige Märkte, Umsatz und EBITA-Marge fortlaufend 12 Monate



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Sonstige Märkte besteht aus dem baltischen Cluster (zwei Standorte in Estland; Tartu und Narva), dem mitteleuropäischen Cluster (Polen und die Tschechische Republik) und China. In Polen und der Tschechischen Republik ist HANZA in der Elektronikfertigung, Verkabelung und Montage tätig. In der Tschechischen Republik ist das Unternehmen zudem in einigen Bereichen der Mechanik tätig. Narva ist ein Zentrum für Schwermaschinenbau, während in Tartu Feinblech und Mechanik gefertigt werden. Im Vergleich zu anderen schwedischen Auftragsfertigern ist HANZA vor allem im Bereich der Sonstigen Märkte relativ arbeitsintensiv.

Die offensichtliche Frage ist, wie die Margen weiter verbessert werden können. Eine Initiative ist die weitere Umsetzung des Cluster-Ansatzes auf die Sonstigen Märkten, z. B. mit den schwedischen Betrieben als Modell. Im Jahr 2021 investierte HANZA in ein komplexes Montagewerk in Estland in der Nähe der bestehenden Blechfabrik in Tartu. Neben dem Angebot und der Wachstumskapazität könnte die gemeinsame Nutzung von Ressourcen innerhalb

des Clusters die Kapazitätsauslastung und Kosteneffizienz erhöhen und dazu beitragen, die Margen im Laufe der Zeit zu verbessern.

Eingeschränkte Auswirkungen steigender Materialkosten

Für 2022 erwarten wir Kostensteigerungen auf breiter Front. Dies gilt auch für die von HANZA eingekauften Waren wie Feinblech und Elektronik. HANZA verkauft jedoch keine eigenen Produkte und wird in der Regel für Änderungen der Materialkosten in seinen Verträgen entschädigt. Daher können diese Kosten an den Kunden weitergegeben werden und sind theoretisch in etwa ergebnisneutral. Wir können jedoch nicht ausschließen, dass einige Kunden dennoch zögern, schnelle Preisänderungen ihrer Lieferanten zu akzeptieren. Es könnte auch zu erheblichen Schwankungen der Margen (und des Cashflows) von Quartal zu Quartal kommen, falls ein verzögerter Ausgleich für Kostensteigerungen erfolgt.

Wir sind der Ansicht, dass die relative Unabhängigkeit von Rohstoffänderungen einen positiven Effekt auf den stetigen Anstieg der Bruttomarge haben wird. Es gab jedoch Ausnahmen wie das Jahr 2017, als die Margen laut HANZA durch Umstrukturierungsprogramme und den Kundenmix negativ beeinträchtigt waren. Vermutlich wirkten sich dabei aber auch Kostensteigerung negativ aus (viele Auftragsfertiger meldeten in diesem Jahr einen Kostendruck).

Schweden ist der bisher erfolgreichste Cluster

In der Vergangenheit hat sich die Clusterstrategie vor allem in Schweden bewährt. HANZA macht keine Angaben zu den Gewinnmargen der einzelnen Cluster, gibt aber an, dass die schwedischen Margen zweistellig sind. Dies ist im Branchenvergleich hoch und eine Veränderung im Vergleich zu Zeiten von vor 5-10 Jahren, als die Umsetzung der Clusterstrategie gerade erst begonnen hatte und die Marge unter drei Prozent lag. HANZA hat im Laufe der Zeit Akquisitionen in Schweden getätigt, z.B. Wermech, die meisten Verbesserungen wurden aber innerbetrieblich erzielt. Insgesamt hat HANZA Schweden seine Margen in diesem Zeitraum erheblich gesteigert, vielleicht sogar verdoppelt. Schweden ist das älteste Cluster und zeigt eine positive Korrelation zwischen Reife und Gewinnmargen.

Beschleunigtes Wachstum in 2021

2021 erzielte HANZA das höchste organische Wachstum seit mindestens einem Jahrzehnt. Bis zu einem gewissen Grad war dies zu erwarten, da sich das Unternehmen in einem fast v-förmigen zyklischen Aufschwung schnell wieder dem Niveau von vor der Pandemie annäherte. Allerdings berichtet HANZA, dass auch neue Kunden den Umsatz ankurbeln, während sich einige alte Kunden noch nicht vollständig erholt haben. Das organische Wachstum lag im vierten Quartal bei 30 Prozent. Für das gesamte Jahr 2021 lag es bei zwölf Prozent.

Annahmen und Schätzwerte

Akquisitionen

In der Vergangenheit haben Akquisitionen sehr stark zum Umsatzwachstum von HANZA beigetragen. Nach unseren Berechnungen haben sie mit etwa 11 Prozent jährlich den Löwenanteil des Wachstums im letzten Jahrzehnt ausgemacht.

Wir erwarten für die Zukunft weitere Übernahmen. Wir glauben, dass eine weitere Expansion in Deutschland ganz oben auf der Agenda steht. HANZA ist noch immer ein kleiner Akteur und würde von einem breiteren Kundenstamm in Deutschland profitieren. Es gibt noch viele potenzielle Übernahmekandidaten und uns würde es nicht überraschen, weitere Übernahmen in der Elektronikindustrie zu sehen, da dies ein großer und wachsender Bereich ist.

Kurzfristig dürfte der Schwerpunkt auf die Integration von Beyers und SLP gelegt werden. Dennoch sehen wir Möglichkeiten für Akquisitionen, die im Laufe der Zeit zu einem erheblichen Wachstum führen können, vorausgesetzt, unsere Schätzungen sind zutreffend und HANZA kann geeignete Objekte zu einem angemessenen Preis finden. Im Folgenden haben wir die wichtigsten Übernahmen seit 2011 aufgelistet. Wir kommen zu dem Ergebnis, dass HANZA etwa das 0,5-fache des Umsatzes für seine Targets zahlt. Wir haben in unseren Basisschätzungen und unserer Bewertung keine weiteren Akquisitionen berücksichtigt. In einem optimistischen Szenario sehen wir jedoch ein Bewertungsplus durch Übernahmen.

HANZA's ausgewiesene Akquisitionen

Übernahmekandidat	Umsatz (Mio. SEK)	EBIT (Mio. SEK)	Berücksichtigung (Mio. SEK)	EV/Sales (x)	EV/EBIT (x)	Datum	Kommentar
KA Elektronik	75		29	0,39		Nov-14	
Metalliset Oy	375	45	152	0,40	3,4	Jul-15	
Wermech	366,2	27,3	237	0,65	8,7	Feb-18	
Ritter	430	29,9	229	0,53	7,7	Jul-19	Einschließlich Leistungen nach Beendigung des Arbeitsverhältnisses
Toolfac	80	9	45	0,56	5	Jan-19	
SLP	150	7,9	72	0,48	9,1	Mar-21	
Beyers (MEUR)	18		7	0,40		Okt-21	Abzüglich 2.5 Mio EUR earn-out
Median				0,48	7,7		

Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

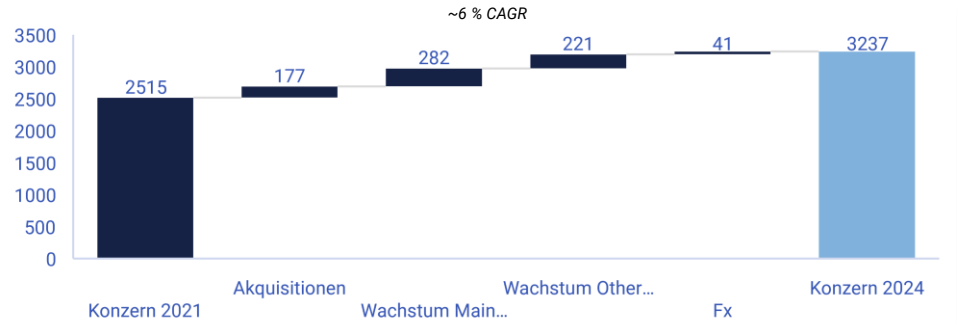
Wir erwarten für 2022 eine Steigerung von Wachstum und Margen

Wir erwarten einen positiven Nachfrageanstieg in den Kernmärkten. Auf dem deutschen Kernmarkt, der von der Pandemie stark betroffen war, ist bereits eine Erholung im Gange. Hier hat HANZA in den letzten Quartalen einen starken Auftragseingang verzeichnet. Die Aussichten der Kunden sind ebenfalls positiv, wobei Unterbrechungen in der Lieferkette und lange Vorlaufzeiten die wichtigsten Vorbehalte sind. Infolgedessen sehen wir eine Beschleunigung des organischen Wachstums von etwa fünf Prozent in 2021 auf etwa zehn Prozent in 2022.

Für die Sonstige Märkte war das organische Wachstum in 2021 mit 17 Prozent (31 Prozent im 4. Quartal) sogar noch beeindruckender, trotz Kapazitäts- und Komponentenlieferproblemen. Wir haben den Eindruck, dass die HANZA-Organisation erhebliche Anstrengungen unternommen hat, um den sprunghaften Anstieg der Nachfrage in einem kurzen Zeitraum zu bewältigen. Da HANZA parallel dazu in die Expansion investiert, besteht ein vorübergehender Bedarf an zusätzlichen Ressourcen, der sich negativ auf die Margen auswirkt. Obwohl in den nächsten zwölf Monaten neue Anlagen in Betrieb genommen werden, z. B. die Montageanlage in Estland, rechnen wir mit einem Rückgang des Wachstums. Wir gehen von einem ähnlichen organischen Wachstum wie in den Kernmärkten von zehn Prozent aus, das vor allem durch Exporte in die nordischen Länder sowie nach Deutschland getragen wird.

Für 2023 und 2024 haben wir ein durchschnittliches organisches Wachstum im Einklang mit dem historischen Trend von vier Prozent angenommen. Insgesamt ergibt sich für 2021 bis 2024 eine Umsatzwachstumsrate (CAGR) von etwa zehn Prozent für die Kernmärkte (einschließlich Akquisitionen) und von sechs Prozent für Sonstige Märkte.

Umsatzübersicht 2021 bis 2024 (Mio. SEK)



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Verbesserte Aussichten im deutschen Cluster

Da das deutsche Cluster etwa 1/5 des Umsatzes ausmacht, wirkt sich die Margenentwicklung deutlich auf die Profitabilität der Gruppe aus. In der Vergangenheit erzielte RITTER Margen von elf Prozent, litt aber unter der schwachen Nachfrage eines Kunden, der während der Pandemie in der Textilbranche stark betroffen war. Oerlikon (das betreffende Unternehmen) verzeichnete jedoch einen starken Auftragseingang in 2021. Wir gehen davon aus, dass RITTER in 2022 davon ebenfalls profitieren wird.

Während die neue Übernahme Beyers im Jahr 2021 eine Null-Marge aufwies, hat HANZA angekündigt, dass es 2022 einen positiven Effekt auf Wachstum und Marge erwartet. Der Gewinneinbruch ist teilweise auf das Engagement in der Sportveranstaltungsbranche zurückzuführen. In der Telefonschalte zum dritten Quartal stellte das Management von HANZA klar, dass ein Grund für die Übernahme darin bestand, die Kapazitäten zu erweitern. Ihrer Ansicht nach war die Nachfrage nach Elektronik in Deutschland höher, als HANZA zu diesem Zeitpunkt liefern konnte.

Margenziel soll 2023 erreicht werden

Im Bericht für das vierte Quartal 2021 erklärte HANZA, dass es für 2022 ein weiteres Jahr mit Wachstum und höherer Profitabilität erwartet.

Wir schließen uns dieser Ansicht an, da wir glauben, dass die Gesamtmarge aufgrund der höheren Profitabilität in den Kernmärkten steigen sollten. Wie bereits erwähnt, erwarten wir für 2022 eine Beschleunigung des Volumenwachstums in diesem Segment, wodurch eine operative Skalierbarkeit erreicht wird.

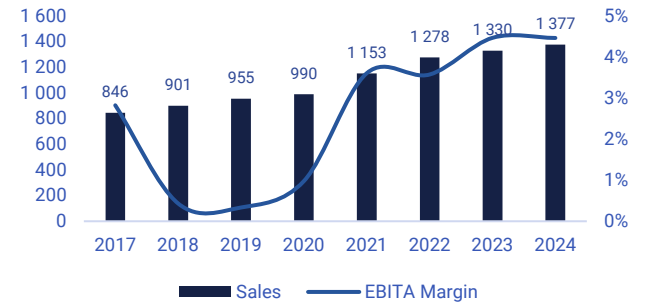
Im Segment Sonstige Märkten gehen wir davon aus, dass die Margen ebenfalls ansteigen. Mit den Expansionen und Kapazitätsprobleme sind einige vorübergehende Kosten verbunden. Wir erwarten einen Rückgang dieser Kosten in der zweiten Jahreshälfte 2022.

Andere Kostensteigerungen werden sich wahrscheinlich in die andere Richtung auswirken. Auch bei der Bruttomarge wird es wahrscheinlich zu Schwankungen aufgrund von Materialkostensteigerungen zwischen den Quartalen kommen. Für Sonstige Märkte haben wir stabile Margen angenommen. Daher gehen wir davon

aus, dass zwischen den Segmenten ein großer Margenunterschied bestehen bleibt.

Alles in allem gehen wir von einem robusten Umsatzwachstum aus, das sich in einem EBITA-Wachstum von etwa 33 Prozent für den Gesamtkonzern ausdrücken wird.

Sonstige Märkte Umsatz (Mio. SEK) und Marge (%)



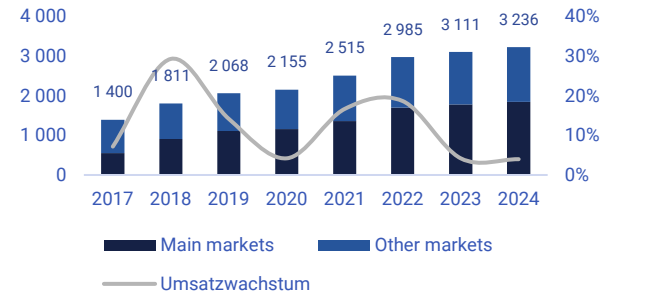
Quelle: Unternehmensinformationen

Kernmärkte Umsatz (Mio. SEK) und Marge (%)

Quelle: Unternehmensinformationen

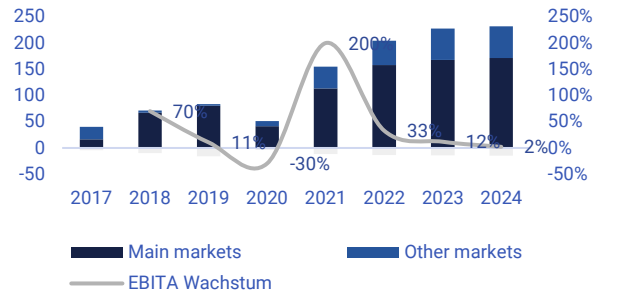
Wir denken, dass das Ziel der EBIT-Marge in den nächsten zwei Jahren in Reichweite ist. Eine verbesserte Kapazitätsauslastung in Deutschland, die Lösung von Problemen in der Lieferkette und der Abschluss der Expansion im Segment Sonstige Märkten sind dabei wichtige Faktoren. Angesichts einer erwarteten Umsatzwachstumsrate von etwa neun Prozent im Zeitraum von 2021 bis 2024, rechnen wir auch mit einem soliden Gewinnwachstum von durchschnittlich etwa 19 Prozent (Nettogewinn).

Umsatz (Mio. SEK) und Wachstum (%)



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

EBITA (Mio. SEK) und Wachstum (%)

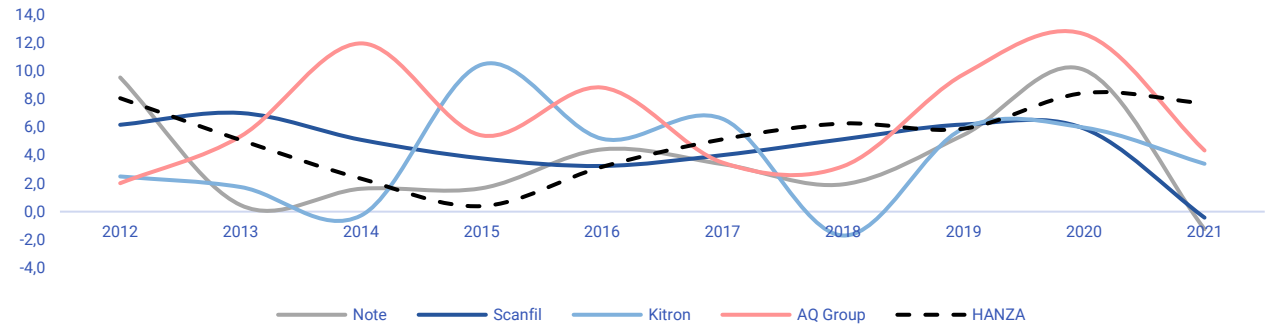


Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Wettbewerbsfähiger operativer Cashflow

Historisch gesehen wurde die eher durchschnittliche operative Marge von HANZA in den letzten fünf Jahren durch einen guten zugrunde liegenden operativen Cashflow kaschiert. So liegen die operativen Cashflow-Margen viel näher an denen Referenzunternehmen als z.B. die EBIT-Marge (im Jahr 2021 übertrafen sie sogar die meisten börsennotierten nordeuropäischen Auftragsfertiger). Dies spiegelt zum Teil auch eine gute Planung des Umlaufvermögens wider.

Operative Cash Flow Margen (%), Vergleich mit Referenzunternehmen



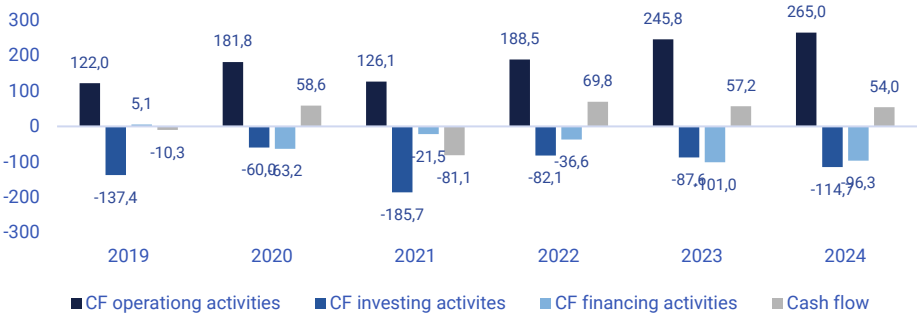
Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Die Investitionen stiegen im Jahr 2021 deutlich von 60 Mio. SEK auf 140 Mio. SEK, was hauptsächlich auf das Expansionsprogramm Roadmap 2021 zurückzuführen ist. Das Programm umfasst Investitionen in:

- eine komplexe Montageanlage in Tartu, Estland, in Höhe von 80 Mio. SEK
- Modernisierte Mechanikanlagen sowie neue Elektronikbeschichtungs- und Montagemaschinen in Schweden (ca. 25 Mio. SEK)
- Ausrüstung für die Elektronikproduktion in China (10 Mio. SEK)

Für die Jahre 2022 bis 2023 erwarten wir geringere Investitionen in der Größenordnung von 2,5 bis drei Prozent des Umsatzes.

Cash flow (Mio. SEK)



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Ende 2021 verfügte HANZA über liquide Mittel in Höhe von 46 Mio. SEK (Vorjahr 121 Mio. SEK). Der Rückgang der Barmittel ist auf Übernahmen und Investitionen zurückzuführen. Wie in der obigen Abbildung dargestellt, sehen wir eine deutliche Verbesserung des Cashflows im Jahr 2022.

Die Eigenkapitalquote lag bei 30 %, d. h. an der unteren Grenze der finanziellen Ziele von HANZA nach der Expansion im letzten Jahr.

Ausschüttungspolitik

Die Politik besteht darin, etwa 30 Prozent des Nettogewinns nach Steuern als Dividende auszuschütten. HANZA zahlte seine erste Dividende (0,25 SEK pro Aktie) im Jahr 2019. Im Jahr 2020 wurde die Dividende aufgrund der Pandemie gestrichen. Im Jahr 2021 wurde eine Dividende von 0,25 SEK wieder eingeführt, und für 2022 hat der Vorstand eine Erhöhung auf 0,5 SEK vorgeschlagen.

Unternehmensbewertung

Kombiniert man eine DCF-Bewertung mit einem Bewertungsmultiplikator, so ergibt sich ein Kurswert von 44 SEK per Aktie, nach vollständiger Finanzierung und begleitender Verwässerung. Unsere Bewertung entspricht einem EV/Sales-Multiplikator 2022 von 0,8x. Die Unternehmen der Referenzgruppe werden derzeit mit einem mittleren EV/Sales-Multiplikator 2022 von 0,67x gehandelt. Der Aufschlag basiert zum Teil auf unserer Erwartung eines höheren Wachstums und einer höheren EBITDA-Marge als bei den Vergleichsunternehmen.

Kurswert innerhalb des Korridors

Niedrige Bewertung angesichts des Gewinnpotenzials und der Vergleichsgruppe

Wir haben ein DCF-Modell mit einem Multiplikatoren-Bewertungsmodell kombiniert, um einen Kurswert zu berechnen. Unsere DCF-Bewertung ergibt einen Kurswert von 27-74 SEK. Unser Multiplikator-Bewertungsmodell ergibt einen Kurswert von etwa 38,5 SEK. Kombiniert man den Medianwert des DCF-Modells mit der Multiplikatorbewertung in einem Durchschnitt, ergibt sich ein Kurswert von 44 SEK je Aktie (bei vollständiger Finanzierung und begleitende Verwässerung).

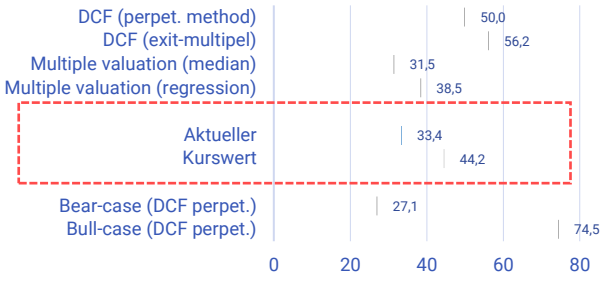
Unser Kurswert im Basisszenario stellt ein aussichtsreiches Aufwärtspotenzial gegenüber dem aktuellen Kurs von ca. 32% dar.

Kurswert, Basisszenario (SEKm)

Multiplikatorenbewerrtung, SEK	38,5
DCF Bewertung, SEK	50,0
Kurswert per Aktie, SEK	**44,2**
Auf-/Abwärtspotenzial	32%
Ausstehende Aktien, voll finanziert und verwässert	36,6
Shareholder value	**1 619**
Zahlungsmittel (31 Dez.)	46
Verbindlichkeiten (31 Dez.)	-758
Barwert der Eigenfinanzierung	14
EV	**2 318**

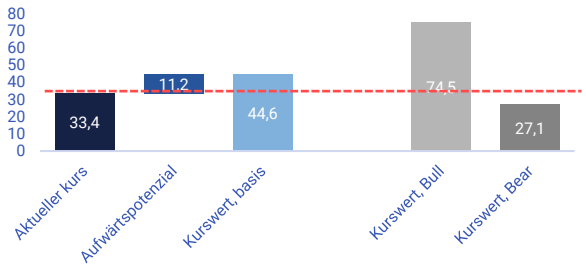
Quelle: Carlsquare Analyse

Kurswert innerhalb eines Korridors (SEK)



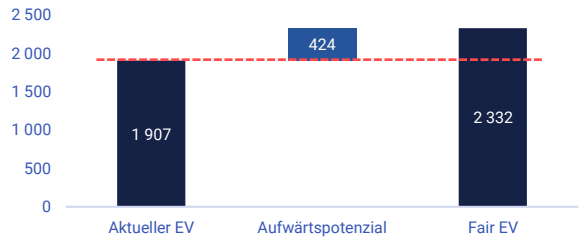
Quelle: Carlsquare Analyse

Kurswert, Basisszenario (SEK)



Quelle: Carlsquare Analyse

Darstellung Unternehmenswert, Basiszenario (SEKm)



Quelle: Carlsquare Analyse

Angemessenheitsbeurteilung, Bewertung Basisszenario
Unser Kurswert im Basisszenario entspricht den nachstehenden angewandten Multiplikatoren.

Implizierte Multiplikatoren, Basisszenario

	2021	2022	2023
EV/Sales	0.9x	0.78x	0.7x
EV/EBITDA	10.0x	8.1x	7.2x
EV/EBITA	16.2x	12.2x	10.9x

Quelle: Carlsquare Analyse

Unsere Bewertung entspricht einem EV/Sales Multiplikator 2022e von 0,8x. Die Referenzunternehmen der skandinavischen Auftragsfertiger werden derzeit mit einem Median des EV/Sales Multiplikator 2022e von 0,67x gehandelt. Wir glauben, dass ein Premiumaufschlag gerechtfertigt ist, da wir ein höheres Wachstum und eine höhere EBITDA-Marge als die Vergleichsunternehmen erwarten.

DCF Unternehmensbewertung

Bei unserer DCF-Bewertung gehen wir von einem durchschnittlichen Umsatzwachstum von fünf Prozent bis 2031 aus. Für den Endwert haben wir eine langfristige Entwicklung von zwei Prozent und eine EBIT-Marge leicht unter dem Unternehmensziel von sechs Prozent angenommen.

Für die im DCF-Modell implizierte Abdiskontierung der zukünftigen Cashflows auf den Gegenstandswert, wenden wir einen gewichteten Diskontsatz (WACC) von 9,5 Prozent an. Dabei errechnen wir einen Kurswert von ca. 50 SEK pro Aktie (nach vollständiger Finanzierung und Verwässerung).

Zusammenfassung der DCF-Unternehmensbewertung, Basisszenario

DCF Unternehmensbewertung		Diskontierungsrate		Annahmen	
Barwert (UFCF)	1 215,8	Risikofreier Zinssatz	0,7%	CAGR, 2021-2031	5,0%
Barwert (Endwert)	1 310	Marktrisikoprämie	6,7%	EBITDA-Marge, 2031	10,2%
Unternehmenswert	**2 526**	Größenaufschlag	2,4%	EBIT-Marge, 2031	5,9%
Nettoverschuldung (31-Dez)	-712,1	Beta	1,2x	Steuersatz	20,6%
Aktionärswert	**1 814**	Erford. Eigenkapitalrendite	11,6%		
Barwert (Eigenkapitalfinanzierungserlöse)	13,5			Implizite Multiplikatoren	
Aktionärswert nach vollständiger Finanzierung	**1828**	Steuerangepasste Fremdkaitalzinsen	3,4%	EV/Sales, NTM*	0,9x
Derzeit ausstehende Aktien	35,8	Leverage	25,0%	EV/Sales 2022	0,8x
Neue Aktien	0,9	WACC	9,5%	EV/EBITDA, NTM*	9,0x
Ausstehende Aktien nach Finanzierung und Verwässerung	36,6			EV/EBITDA 2022	8,8x
Kurswert per Aktie (vor Finanzierung und Verwässerung)	50,7	Firmenspezifische Prämie	0,0%	EV/EBIT NTM*	14,9x
Kurswert per Aktie (nach Finanzierung und Verwässerung)	**49,9**	**Diskontierungsrate**	**9,5%**	EV/EBIT, 2022	14,5x

*Quelle: Carlsquare Schätzwerte *) Folgende zwölf Monate*

Nachstehend folgt eine Sensitivitätsanalyse mit verschiedenen Diskontierungssätzen und Wachstumsraten für die Berechnung des Endwertes

Sensitivitätsanalyse (SEK-Kurs)

	1,0%	2,0%	3,0%	4,0%
7,5%	66,4	75,8	89,4	110,6
8,5%	54,5	60,9	69,5	82,0
9,5%	45,4	**49,9**	55,8	63,8
10,5%	38,2	41,5	45,7	51,1
11,5%	32,5	34,9	38,0	41,8

Quelle: Carlsquare Schätzwerte

Multiplikatorenbewertung

Wir haben einenEV/Sales-Multiplikator aus einer Regressionsanalyse einer Vergleichsgruppe mit zukünftiger EBITDA-Marge und erwartetem Wachstum als Variablen für eine Multiplikatorbewertung berechnet.

Bei einem erwarteten Umsatzwachstum von 18,7 Prozent und einer EBITA-Marge von 9,6 Prozent ergibt die Multiplikatorbewertung einen EV/Sales-Multiplikator von 0,75. Dies entspricht einem Wert je Aktie von 38,5 SEK nach vollständiger Finanzierung und Verwässerung.

Multiplikatorenbewertung, Basisszenario

Vergleichsgruppe	HQ	Mcap (Mio. SEK)	Wachstum 2022E	EBITDA-Marge 2022E	EV/Sales, 2022E
AQ Group AB (publ)	SE	4 574	NA	NA	NA
NOTE AB (publ)	SE	4 539	NA	NA	NA
Inission AB (publ)	SE	489	6%	8%	0.49x
Kitron ASA	NO	4 228	14%	10%	0.67x
Scanfil Oyj	FI	4 487	4%	9%	0.62x
Incap Oyj	FI	3 795	12%	17%	1.52x
Median		**4 357**	**8.8%**	**9.0%**	**0.65x**
Durchschnitt		3 685	9%	11%	0.8x

Abschlag	0%
Angewendeter EV/Sales Multiplikator	**0.71x**
Erw. Umsatz 2022 (SEKm)	2 985
Unternehmenswert	**2 107**
Nettoverschuldung (31-Dez)	-712
Barwert (Eigenkapitalfinanzierungserlöse)	14
Aktionärswert nach vollständiger Finanzierung	**1 409**
Derzeit ausstehende Aktien	35.8
Neue Aktien	0.9
Ausstehende Aktien nach Finanzierung und Verwässerung	36.6
Kurswert per Aktie (vor Finanzierung und Verwässerung)	39.0
Kurswert per Aktie (nach Finanzierung und Verwässerung)	**38.5**

Quelle: Carlsquare Schätzwerte

Bewertungsintervall

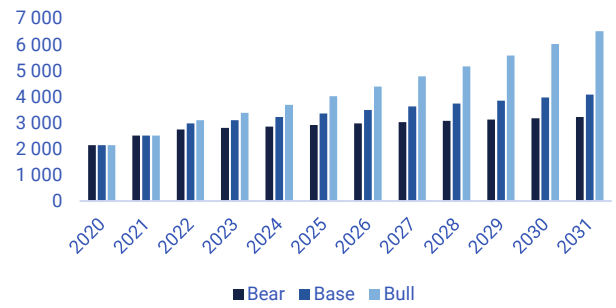
Wir haben unser DCF-Modell (Perpetual-Methode) im optimistischen und pessimistischen Szenario angewendet, aber alternative Wachstumskurven und Rentabilitätsziele erstellt.

Im optimistischen Szenario gehen wir von einem höheren Wachstum von durchschnittlich zehn Prozent über den Prognosezeitraum aus, d.h. vom Doppelten der im Basisszenario berechneten Rate, gestützt durch Übernahmen. Wir gehen von Akquisitionen aus, die einen EV/Sales Multiplikator von 0,5x haben. Im Durchschnitt gehen wir auch von einer um einen Prozentpunkt höheren EBIT-Marge von sieben Prozent aus. Demnach berechnen wir einen Kurswert von 74 SEK je Aktie.

Im pessimistischen Szenario modellieren wir eine durchschnittliche jährliche Wachstumsrate von 2,5 Prozent, d.h. die Hälfte des im Basisszenario angenommenen Wachstums. Zudem rechnen wir auch mit einer 1,5% niedrigeren EBIT-Marge über den Prognosezeitraum. Nach Finanzierung und Verwässerung ergibt das pessimistischere Szenario einen Kurswert von 24,7 SEK je Aktie.

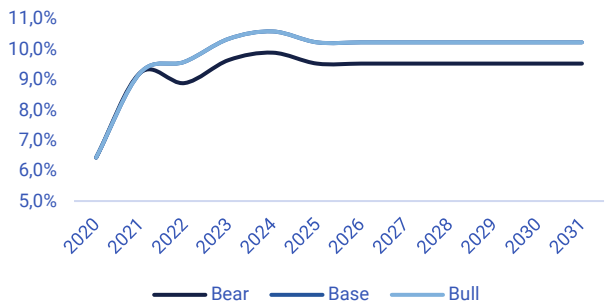
Die angenommene Entwicklung der EBITDA-Marge in den drei Szenarien ist nachstehend aufgeführt.

Nettoumsatz (Mio SEK), drei Szenarien



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

EBITDA-Margen, drei Szenarien



Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Kennzahlen und Finanzdaten

Kennzahlen (SEK)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Per Aktie						
Gewinn je Aktie	0,68	0,78	0,75	-0,03	2,26	3,20
Dividende je Aktie	0,3	0,0	0,3	0,5	0,8	1,0
Buchwert je Aktie	20,6	15,9	17,2	20,6	23,5	26,8
Bewertung (aktuell)						
P/E	20,8x	NM	28,5x	10.4x	9.1x	9.0x
P/B	2,7x	2,8x	2,3x	1.7x	1.4x	1.2x
EV/Sales	0,5x	0,4x	1,2x	0.6x	0.6x	0.6x
EV/EBITDA	7,2x	6,7x	13,0x	6.7x	5.9x	5.6x
EV/EBIT	15,8x	19,3x	21,0x	10.0x	8.9x	8.8x
Sonstiges						
Dividendenrendite	0,7%	0,0%	0,7%	1.5%	2.2%	3.0%
FCF-Rendite	9,6%	8,0%	14,5%	18.9%	22.0%	23.7%

Quelle:Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. SEK), quartalsweise

	Q1, 21	Q2, 21	Q3, 21	Q4, 21	Q1, 22E	Q2, 22E	Q3, 22E	Q4, 22E
Umsatz	567	634	597	717	736	788	701	760
Rohertrag	260	298	271	320	346	371	325	342
EBITDA	43	63	59	67	68	79	67	73
EBITA	23	40	38	43	45	56	43	48
EBIT	19	36	33	39	41	52	38	44
EBT	12	31	26	32	33	44	31	36
Jahresüberschuss	9	26	20	25	26	35	25	29
Gewinn je Aktie (SEK)	0,27	0,73	0,56	0,70	0,74	0,98	0,69	0,80
Wachstum	Q1, 21	Q2, 21	Q3, 21	Q4, 21	Q1, 22E	Q2, 22E	Q3, 22E	Q4, 22E
Umsatz	-5,3%	13,4%	18,7%	45,1%	29,7%	24,4%	17,4%	6,0%
Bruttomarge	-6,4%	25,5%	28,7%	39,9%	32,8%	24,4%	19,8%	7,0%
EBITDA	2,9%	228,3%	55,2%	69,3%	58,1%	26,3%	12,5%	8,0%
EBIT	13,1%	324,8%	119,7%	152,6%	114,3%	42,6%	15,0%	12,3%
EBT	24,2%	251,2%	181,3%	198,1%	181,2%	44,2%	20,8%	13,7%
Jahresüberschuss	42,2%	232,7%	201,5%	382,5%	189,5%	35,2%	23,4%	13,7%
Margen	Q1, 21	Q2, 21	Q3, 21	Q4, 21	Q1, 22E	Q2, 22E	Q3, 22E	Q4, 22E
Bruttomarge	45,9%	47,0%	45,4%	44,6%	47,0%	47,0%	46,3%	45,0%
EBITDA-Marge	7,5%	9,9%	9,9%	9,4%	9,2%	10,0%	9,5%	9,6%
EBIT-Marge	3,3%	5,7%	5,6%	5,4%	5,5%	6,5%	5,5%	5,7%
EBT-Marge	2,1%	4,8%	4,3%	4,4%	4,5%	5,6%	4,4%	4,7%
Gewinnmarge	1,6%	4,1%	3,3%	3,5%	3,6%	4,5%	3,5%	3,8%

Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Gewinn und Verlustrechnung (Mio. SEK)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Umsatz	**1 400**	**1 811**	**2 068**	**2 155**	**2 515**	**2 985**	**3 111**	**3 236**
COGS	-807	-1 006	-1 121	-1 200	-1 366	-1 602	-1 670	-1 737
Rohertrag	**593**	**805**	**947**	**955**	**1 149**	**1 383**	**1 442**	**1 499**
Sonstige betr. Aufwendungen	-514	-692	-798	-816	-917	-1 097	-1 120	-1 157
EBITDA	**79**	**113**	**149**	**139**	**232**	**286**	**322**	**343**
Abschreibungen	-43	-59	-92	-107	-105	-112	-125	-141
EBIT	**36**	**54**	**57**	**31**	**128**	**174**	**197**	**202**
Finanzergebnis	-10	-25	-25	-22	-28	-30	-30	-30
EBT	**26**	**29**	**32**	**9**	**100**	**144**	**167**	**171**
Steuern	-10	-20	-30	-34	-35	-35	-37	-39
Jahresüberschuss	**15**	**10**	**3**	**-25**	**64**	**109**	**130**	**133**
Gewinn je Aktie	**0,68**	**0,78**	**0,75**	**-0,03**	**2,26**	**3,20**	**3,67**	**3,72**
Aktien, Ende der Periode	24,2	29,9	34,0	34,0	35,8	35,8	36,6	36,6
Aktien Jahresdurchschnitt	24,2	27,0	31,9	34,0	34,9	35,8	36,2	36,6

Wachstum	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Umsatz	7,2%	29,4%	14,2%	4,2%	16,7%	18,7%	4,2%	4,0%
Bruttomarge	0,9%	35,8%	17,6%	0,9%	20,3%	20,4%	4,2%	4,0%
EBITDA	8,8%	43,1%	31,6%	-7,0%	67,5%	23,3%	12,5%	6,4%
EBIT	41,7%	51,5%	5,0%	-44,9%	307,3%	36,8%	13,0%	2,3%
EBT	631,4%	14,1%	10,6%	-72,4%	1020,2%	44,7%	15,6%	2,7%
Jahresüberschuss	1089,5%	-8,0%	13,5%	-105,9%	5820,7%	43,1%	15,6%	2,7%
Gewinn je Aktie	722,2%	14,7%	-3,8%	-104,5%	-6794,1%	41,6%	14,7%	1,2%
Margen	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Bruttomarge	42,3%	44,5%	45,8%	44,3%	45,7%	46,3%	46,3%	46,3%
EBITDA-Marge	5,7%	6,3%	7,2%	6,4%	9,2%	9,6%	10,3%	10,6%
EBIT-Marge	2,6%	3,0%	2,7%	1,5%	5,1%	5,8%	6,3%	6,2%
EBT-Marge	1,8%	1,6%	1,6%	0,4%	4,0%	4,8%	5,4%	5,3%
Gewinnmarge	1,1%	0,5%	0,1%	-1,2%	2,6%	3,7%	4,2%	4,1%

Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Bilanz (Mio. SEK)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Immaterielle Vermögenstände	416	396	464	449	448	447
Materielle Vermögenstände	279	270	407	454	481	519
Sonstiges Anlagevermögen	177	165	210	210	210	210
Gesamtes Anlagevermögen	871	830	1 081	1 114	1 139	1 176
Vorräte	423	342	663	586	610	634
Forderungen aus LuL	122	77	107	169	176	183
Sonst. Vermögenstände	45	44	55	63	65	68
Zahlungsmittel und -äquivalente	67	121	46	134	209	281
Gesamtes Umlaufvermögen	657	584	870	952	1 060	1 166
Summe Aktiva	**1 528**	**1 414**	**1 951**	**2 066**	**2 199**	**2 342**
Eigenkapital	498	475	586	701	841	958
Gesamtes Eigenkapital	**498**	**475**	**586**	**701**	**841**	**958**
Verb. ggb. Kreditoren	210	175	245	245	245	245
Leasingverbindlichkeiten	93	81	133	133	133	133
Sonstige langfr. Verbindlichkeiten	155	154	154	154	154	154
Gesamte langfr. Verbindlichkeinten	457	409	531	531	531	531
Verb. ggb. Kreditoren	203	169	241	284	259	265
Verb. aus LuL	232	200	373	321	334	348
Leasingverbindlichkeiten	46	43	42	42	42	42
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	93	118	178	188	193	198
Gesamte kurzfr. Verbindlichkeiten	573	530	835	834	828	852
Gesamtverbindlichkeiten	**1 030**	**939**	**1 366**	**1 365**	**1 359**	**1 383**
Summe Passiva	**1 528**	**1 414**	**1 951**	**2 066**	**2 199**	**2 342**

Liquidität	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Current ratio	1,1	1,1	1,0	1,1	1,3	1,4
Cash ratio	0,1	0,2	0,1	0,2	0,3	0,3
Leverage	**2019**	**2020**	**2021**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
Net debt(-)/Net cash(+)	-543	-450	-712	-668	-565	-496
Net debt/EBITDA	3,6x	3,2x	3,1x	2,3x	1,8x	1,4x
Net debt/Equity	1,1x	0,9x	1,2x	1,0x	0,7x	0,5x
Net debt/Equity	109%	95%	122%	95%	67%	52%
Assets/Equity	33%	34%	30%	34%	38%	41%
Rentabilität	**2019**	**2020**	**2021**	**2022E**	**2023E**	**2024E**
ROA	1,0%	0,7%	0,1%	Neg.	2,9%	4,7%
ROE	3,1%	2,0%	0,5%	Neg.	8,4%	12,1%
ROIC	3,1%	5,2%	4,2%	2,0%	7,5%	9,4%

Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Cash flow (Mio. SEK)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Operativer Cashflow	128	106	194	226	263	283
Delta Umlaufvermögen	-6	76	-67	-38	-17	-18
CF aus lauf. Geschäftstätigkeit	122	182	126	188	245	265
CF aus Investitionstätigkeit	-137	-60	-186	-82	-88	-115
CF aus Finanzierungstätigkeit	5	-63	-22	-37	-101	-96
Veränderung der flüssigen Mittel	-10	59	-81	70	57	54
Währungsumrechnungssdiff.	-1	-4	6	18	18	18
Geldmittel, Anfang der Periode	78	67	121	46	134	209
Geldmittel, Ende der Periode	67	121	46	134	209	281

Kennzahlen	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
CF aus lauf. Geschäftstät./Umsatz	6%	8%	5%	6%	8%	8%
CF aus lauf. Geschäfts./Summe Aktiva	8%	13%	6%	9%	11%	11%

Quelle: Unternehmensinformationen und Carlsquare Schätzwerte

Haftungsausschluss

Carlsquare AB, www.carlsquare.se, nachfolgend Carlsquare genannt, ist in den Bereichen Corporate Finance und Equity Research tätig und veröffentlicht u.a. Informationen über Unternehmen einschließlich Analysen. Die Informationen wurden aus Quellen zusammengestellt, die Carlsquare für zuverlässig hält. Carlsquare kann jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit der Informationen übernehmen. Die in der Analyse enthaltenen Informationen sind nicht als Empfehlung oder Aufforderung zur Investition in ein Finanzinstrument, eine Option oder ähnliches zu verstehen. Die in der Analyse geäußerten Meinungen und Schlussfolgerungen sind nur für den Empfänger bestimmt.

Der Inhalt darf ohne die schriftliche Genehmigung von Carlsquare nicht kopiert, vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden. Carlsquare haftet nicht für direkte oder indirekte Schäden, die durch Entscheidungen entstehen, die auf der Grundlage der in dieser Analyse enthaltenen Informationen getroffen werden. Investitionen in Finanzinstrumente bieten Chancen auf Wertsteigerungen und Gewinne. Alle derartigen Anlagen sind jedoch auch mit Risiken verbunden. Die Risiken variieren zwischen den verschiedenen Arten von Finanzinstrumenten und deren Kombinationen. Historische Renditen sollten nicht als Indikator für zukünftige Renditen angesehen werden.

Die Analyse richtet sich nicht an US-Personen (wie in Regulation S des United States Securities Act und im United States Investment Company Act 1940 definiert) und darf nicht an solche Personen weitergegeben werden. Die Analyse ist auch nicht an solche natürlichen und juristischen Personen gerichtet, wenn die Verbreitung der Analyse an solche Personen zu einer Verletzung schwedischer oder ausländischer Gesetze oder Verfassungen führen oder das Risiko einer solchen Verletzung mit sich bringen würde.

Bei der Analyse handelt es sich um einen so genannten Commissioned Research Report, bei dem das analysierte Unternehmen mit Carlsquare einen Vertrag über die Erstellung der Analyse abgeschlossen hat. Die Analysen werden fortlaufend während der Vertragslaufzeit und gegen eine übliche feste Vergütung veröffentlicht.

Carlsquare kann ein finanzielles Interesse am Gegenstand der Analyse haben, muss es aber nicht. Carlsquare legt Wert auf die Gewährleistung von Objektivität und Unabhängigkeit und hat zu diesem Zweck Verfahren zum Umgang mit Interessenkonflikten eingerichtet.

Die Analysten Niklas Elmhammer, Markus Augustsson und Fredrik Nilsson besitzen keine Aktien des analysierten Unternehmens und dürfen diese auch nicht besitzen.