

Konklusion

H+H løftede sidste år salget med hele 9,4%, hvilket er flot taget de usikre markedsforhold i betragtning. Storbritannien fortsatte den gode udvikling i 2014, mens der har været udfordringer i både Tyskland, Polen og Rusland. Ledelsen har formået at styre H+H godt igennem 2014. Et nyt opkøb er netop blevet gennemført i Polen, hvilket skal bidrage til at reducere kapaciteten på det vigtigste marked for porebeton i Europa. Med købet satser H+H på at kunne hæve salgspriserne og samtidig øge salget i Polen. Købsprisen forekommer at være lav og er delvist blevet finansieret via en rettet emission. Selskabets gæld faldt sidste år lidt, og da EBITDA samtidig steg, er forholdet mellem gæld/EBITDA blevet reduceret fra 5,7x til 3,8x. Det er vigtigt at processen med nedbringelse af gælden fortsætter, så H+H igen kan blive "herre i eget hus". Selskabet har god støtte fra dets bankforbindelse, Danske Bank, der sidste år godkendte en forlængelse af kreditterne frem til februar 2018. Det giver ledelsen ro til at gennemføre de nødvendige tiltag med henblik på at genskabe lønsomheden. H+H er på rette spor, men der udestår fortsat mange risici, herunder om momentum i Storbritannien kan fastholdes, om det proaktive køb i Polen udvikler sig som forventet, og ikke mindst hvornår den russiske økonomi igen kan vinde styrke.

Byggeriet har siden Finanskrisens udbrud i 2008 været præget af lav aktivitet. Der er dog en begyndende optimisme i økonomien i stadig flere europæiske lande, hvilket også bør smitte positivt af på byggesektoren. H+H er formentlig på vej ud af sin konjunkturmæssige bundfase, hvorfra det næsten kun kan gå opad. Det gør en langsigtet investering i H+H interessant.

Aktuel Kurs: 54,5

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 589 mio. kr.

Antal aktier: 10,8 mio. styk

Næste regnskab: Q1 den 20-05-2015



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I 2015 ventes en organisk salgsvækst på 6-8%. EBITDA før særlige poster skønnes i niveauet 150-170 mio. kr. Købet af Grupa Prefabet S.A. i Polen ventes at medføre en negativ goodwill på 56 mio. kr. Overskudsgraden (EBIT) estimeres til 3-4%. Investeringer ekskl. opkøb og frasalg ventes i niveauet 60 mio. kr. Prognosen forudsætter bl.a. uændrede valutakurser igennem 2015 og en underliggende vækst på selskabets hovedmarkeder på 0-3%. De langsigtede økonomiske mål er: En EBIT-margin over 6%, en afkastningsgrad på over 10% og at gælden skal ligge på 2-3x EBITDA.



Anbefaling:

Kort sigt: Køb (før afvent)

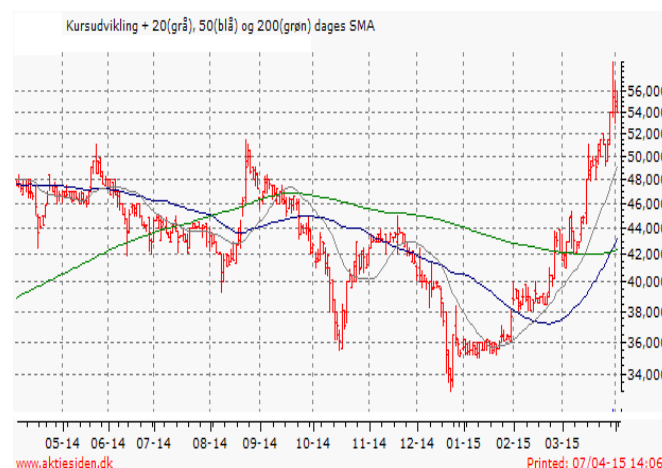
Langt sigt: Køb (før Køb)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 48 – 65

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 60 – 80

Tidligere anbefaling: Afvent/Køb ved kurs 47 den 04-09-2014

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder:

Høj	56,0	Lav	33,7
-----	------	-----	------

Muligheder

Stigende aktivitet i byggesektoren vil være gavnligt, og her rummer især Polen og Rusland potentiale. I Rusland er der kapacitet til øget efterspørgsel. Succes i Polen via reduceret kapacitet kan sende priserne op og holde konkurrenterne fra at kapre markedsandel. I England er der mulighed for fortsat høj efterspørgsel. Selskabets stærke markedsposition indebærer styrke fremadrettet i indtjening og giver en væsentlig goodwill værdi, såfremt en opkøbsituation skulle opstå.

Risici

Kan den høje vækst i salget i England fastholdes? Købet i Polen rummer både muligheder og risici. Lykkes det at integrere aktiviteterne i Polen uden tab af kunder? Trods tilførsel af ny kapital er selskabet fortsat finansielt svagt funderet med en høj gæld i forhold til indtjeningen. Rusland udgør en særlig risikofaktor trods god præstationsevne og stort langsigtet potentiale her. H+H er eksponeret over udsving i valutakurserne på GBP, RUB og PLN.

Facts om H+H

- H+H udvikler, producerer, sælger og distribuerer porebetonprodukter (gasbeton) og –løsninger primært til vægge i boliger, industri- og erhvervsbyggeri. Produkterne anvendes til såvel nybyggeri som renoveringsopgaver, og produktet er isolerende mod både varme og lyd. Der er tale om produkter og løsninger med let anvendelse ved montering. "Build with ease" er selskabets motto.
- Aktiviteterne er centreret om landene i Nordvesteuropa og Østeuropa. Markedspositionen er stærk, og selskabet er den næststørste producent i Europa. Ønsket er at være nr. 1 i de lande, hvor man driver virksomhed.
- Salget udføres i Benelux, Danmark, Sverige, Tyskland, Storbritannien, Polen og Rusland. 78% af sidste års omsætning foregik i Nordvesteuropa med Storbritannien som det største marked. 22% af salget skete i Østeuropa. 84% af EBITDA-indtjeningen blev opnået i Nordvesteuropa.
- Produktion sker på seks fabrikker i Polen, en i Rusland, tre i Tyskland og tre i Storbritannien. Lave priser for transport betyder udvidet rækkevidde fra hvert anlæg, og eksempelvis forsynes Danmark fra de tyske fabrikker, der også dækker leverancerne til Sverige og Benelux-landene.
- Hovedkontoret er placeret i København, og organisationen er meget smal. Virksomheden drives nu ud fra en "One company" struktur for at udnytte fælles kompetencer og styringskraft bedst muligt. De enkelte datterselskabers fabrikker søges samordnet, hvorved nye tiltag hurtigt kan rulles ud i alle lande via denne struktur. Ledelsen følger prisforholdene på ugebasis, og qua den lille organisation kan H+H hurtigt tilpasse sig ændringer i afsætningen og konkurrenceforholdene.
- Michael Troensegaard Andersen (født 1961) er CEO. Kent Arentoft (født 1962) er formand for bestyrelsen.
- Selskabet beskæftigede i gennemsnit 866 medarbejdere sidste år.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2014: H+H havde 3.139 navnenoterede aktionærer svarende til 74,6% af aktierne. Antallet af kendte udenlandske aktionærer oplyses til kun 156. ATP og LD Equity 1 K/S ejer hver over 5% af aktiekapitalen. Laurids Jessen og Danebrog ApS ejede ultimo året over 5% af aktierne, men denne andel er pr. 01-04-2014 reduceret til under 5%.

2014 var et udfordrende år, der blev håndteret flot

Overordnet var der i 2014 god gang i afsætningen i Storbritannien, hvor også en væsentlig styrkelse af GBP bidrog til at trække indtjeningen i Nordvesteuropa op. I Østeuropa blev niveauet for afsætningen fastholdt set i forhold til 2013. Indtjeningen blev negativt påvirket af det voldsomme kursfald på russiske Rubler. Trods store udfordringer med lav aktivitet i byggesektoren har H+H formået at tilpasse sig, hvorfor 2014 udviklede sig bedre end man kunne have frygtet. EBITDA steg med 47%. Samlet ender 2014 i tråd med ledelsens seneste udmelding.

Salget i Storbritannien har nydt godt af en række statslige initiativer og støtteordninger, hvilket har fastholdt et højt aktivitetsniveau. I Tyskland oplevede H+H en stærk start på året, men i andet halvår var der på ny afmatning i efterspørgslen. En mild vinter både i starten og slutningen af 2014 har ført til et mindre opsving i byggebranchen, som udgør selskabets afgørende afsætningsgrundlag.

Ruslands økonomi lider under Vestens sanktioner og ikke mindst det voldsomme prisfald på olie. Det er derfor imponerende, at H+H har kunnet fastholde høj aktivitet i landet, hvor der var volumenvækst. Indtjeningen blev dog negativt påvirket af lavere salgspriser og faldet i Rublen. Rusland er basalt set et stort vækstområde, der nu er ramt af politisk betingede vanskeligheder. Polen er det største marked for porebeton i Europa, men desværre oplevede H+H her faldende aktivitet. Priskonkurrencen var høj, og markedet var samtidig præget af overkapacitet. For at imødekomme dette har H+H foretaget et opkøb i Polen, som vi omtaler mere detaljeret senere i denne analyse.

2014 var det første år i den nye strategiplan "Creating value through profitable growth". Ledelsen har selv en aktiv hovedrolle i at udmønte denne strategi, idet det er hensigten løbende at tilpasse sig markedsforholdene, vokse på de markeder, hvor man i forvejen står stærkt, og på sigt at genskabe et fornuftigt indtjeningsniveau. Derfor er det positivt at konstatere, at selskabet allerede i 2014 har oplevet højere vækst end konkurrenterne. H+H har altså kapret markedsandele i et vanskeligt marked med stor priskonkurrence.

Internt er der blevet foretaget en række opstramninger i henhold til planen "Operational excellence", der blev lanceret for nogle år siden. Hensigten med planen er årligt at opnå besparelser på 20 mio. kr., hvilket har været tilfældet i de seneste fire år.

Sidste år startede H+H på at gøre brug af moderne montagevogne kaldet H+H ERGO. Disse montagevogne kan betjenes af blot en person, hvilket reducerer udgiften til løn for byggefirmaet. Tidligere krævede dette arbejde anvendelse af 2-3 personer.

Samlet blev salget sidste år løftet med 9,4%. EBITDA før særlige poster steg til 140 mio. kr. og nåede dermed toppen af det udmeldte interval på 125-140 mio. kr. Overskudsgraden målt på EBIT steg til 3,3%, hvilket var en betydelig fremgang fra 2013. Afkastningsgraden var 6,7%. Selve driften forløber altså noget bedre. Udfordringerne kommer længere nede i regnskabet, idet finansposterne vægter negativt og hårdt som følge af en fortsat meget høj gæld på netto 517 mio. kr. Det er reminiscenserne fra en aggressiv opkøbs- og ekspansionspolitik frem mod Finanskrisens udbrud i 2008, hvor flere opkøb i Polen blev gennemført på det værst tænkelige tidspunkt. Det samme forhold ramte etableringen af den nye fabrik i Rusland ved St. Petersburg. For at reducere gælden måtte der gennemføres store tilpasninger og frasalg – altså det stik modsatte af planerne for ekspansion.

Opgaven med at slanke virksomheden er ved at være gennemført, men der er fortsat behov for reduktion af gælden, der er faldet til 3,8x EBITDA. I årene 2011-2013 har dette nøgletal gennemsnitligt ligget på 5,9x EBITDA.

Opkøb i Polen skal styrke markedspositionen, salget og indtjeningen

I oktober 2014 varslede H+H købet af Grupa Prefabet S.A. i Polen, og denne handel blev endelig afsluttet pr. 05-02-2015. Grupa Prefabet omsatte i 2013 for 133 mio. kr. og havde et marginalt negativt EBIT. Købsprisen er 108 mio. kr., hvoraf 40 mio. kr. blev betalt den 09-10-2014. Restsummen erlægges med 32 mio. kr. medio 2016 og 36 mio. kr. i løbet af 2017. Det polske marked var sidste år præget af overkapacitet med deraf følgende utilfredsstillende, lave salgspriser. Med købet af Grupa Prefabet styrker H+H sin position på det vigtige polske marked, der er det største af sin art i Europa. Købet må betegnes som et langsigtet klogt og proaktivt træk.

Med i købet af Grupa Prefabet får H+H tre fabrikker, der dog straks vil blive lukket. Samtidig lukkes en af selskabets fabrikker i Skawina (har allerede indstillet produktionen), hvorefter H+H har seks fabrikker i Polen. Dermed barberes en del af overkapaciteten i landet væk. Jf. ledelsen passer Grupa Prefabet perfekt til strategien om via stordriftsfordele og effektiviseringer at positionere sig som den aktuelt næststørste aktør i Polen.

Alt andet lige bør den reducerede kapacitet i Polen få salgspriserne til at stige, hvilket naturligvis også vil være til gavn for andre aktører på dette marked. H+H satser for sin egen forretning på, at gøre de polske aktiviteter mere rentable mod at opgive markedsandele. Købet forventes at tjene sig selv ind på højst tre år. Det indikerer, at prisen for dette køb er særdeles attraktiv for H+H.

Købesummen finansieres delvist af H+H selv, men derudover har man via en rettet emission (efter max-10% reglen) udstedt 9,8 mio. nye aktier til en kurs på 46. Det gav selskabet et bruttoprovenu på 45,1 mio. kr. Finansielt råder selskabet over en kreditfacilitet på 712 mio. kr. hos Danske Bank. Den udløber 15-02-2018 – altså om ca. tre år. Faciliteten blev 30-06-2014 forlænget, hvilket giver ledelsen ro til at gennemføre de nødvendige tiltag. Det burde ikke blive et problem at forlænge denne facilitet, idet opkøbet i Polen jo netop til den tid forventes at være tjent ind med stigende rentabilitet i hele koncernen til følge.

Prognosen for 2015

I 2015 vil arbejdet med at tilpasse kapaciteten fortsætte, ligesom de iværksatte besparelsesinitiativer fortsat vil bidrage positivt til indtjeningen. Især det russiske marked vil være udfordrende og visibiliteten her er meget lav (=stor usikkerhed). For 2015 venter ledelsen en organisk salgsvækst på 6-8%, hvilket er flot taget i betragtning, at man "kun" forventer en økonomisk vækst på 0-3% i selskabets geografiske områder. EBITDA før særlige poster ventes at stige til 150-170 mio. kr. og EBIT-marginalen estimeres til niveauet 3-4%. Det kræver, at det fortsat vil være muligt at nedbringe produktionsomkostningerne, og at valutakurserne for GBP, EUR, PLN og RUB ikke ændrer sig væsentligt i årets løb. Den største usikkerhed knytter sig til Rusland. Investeringerne eksklusive opkøb og frasalg ventes at blive i niveauet 60 mio. kr. inkl. 20 mio. kr. til omstruktureringer i Polen.

Markedsforholdene

Det går den rigtige vej, men vejen er belagt med en masse forhindringer og risikofaktorer. Eskalerer situationen i Rusland yderligere? Kommer der for alvor gang i nybyggeriet i de nordlige EU-lande? ECB har bebudet, at bankens støtteopkøb i obligationsmarkedet vil fortsætte mindst frem til september 2016 med henblik på at holde renten ekstremt lav for at skabe vækst i Europa. ECB har meget hurtigt udsendt sin prognose som lyder, at væksten allerede i år og videre i de kommende år vil genvinde styrke. I så fald vil det være særdeles

gavnligt for H+H, idet der så for alvor må komme gang i byggesektoren. Dollarstigningen overfor EUR styrker generelt eksporterhvervene i Europa, hvilket også kan føre til en stigning i byggeaktiviteterne i Europa.

Produktmæssigt er H+H smalt orienteret mod produktion og salg af porebeton. Man er dybt loyal over for sit produkt og udnyttelsen af det. Fokusering på det praktiske arbejde ved montage af blokke og elementer har altid været en god vinkel med positiv virkning på konkurrenceevnen. Selskabets specialisering og produkttilbud udgør et grundlag for høj effektivitet og dermed lave lønudgifter ved montagearbejdet, hvilket sikrer konkurrencedygtige priser til gavn for salget. Tænkning i løsninger er kernen i produktudviklingen fremover. Det er naturligvis en balancegang i forhold til salget af standardprodukter. Service med IT-værktøj til brug ved design i byggeopgaver kan også blive en vigtig parameter for at styrke salget. Man rykker tættere på kunderne og opbygger værdi via sådanne relationer, der giver gevinst for begge parter.

Branchen er meget konjunkturfølsom, og højkonjunktur afløses af perioder med lav aktivitet og modsat. Meget tyder på, at perioden med lav aktivitet i byggeriet er tæt på en afslutning. H+H satser på flere geografiske områder, og der er en tidsforskydning i byggeaktivitetens udvikling fra land til land. I øjeblikket går det eksempelvis fremragende i Storbritannien, mens der er udfordringer i Polen, hvor man forsøger sig med et opkøb. Tyskland bød sidste år på udfordringer, men her burde ECB's tiltag kunne skabe vækst i byggeriet. Rusland er et problem for sig. I første omgang har det mere ramt regnskabsmæssigt (omregning af Rublens lavere værdi) end volumen i salget, men det kommer vel med en forsinkelse. H+H klarer sig godt i dette land, og mulighederne er meget store. Håbet er, at det vel næppe kan komme til at gå værre med russisk økonomi end tilfældet var sidste år?

Konkurrencesituationen er hård, men også her vurderer vi, at H+H har gode chancer for at stå distancen som en af de førende på koncernens geografiske områder. Der synes at være stigende optimisme i europæisk økonomi, hvilket vil forplante sig til byggeriet og dermed hurtigt videre til en leverandør som H+H.

H+H er nær en bundfase og derfor et godt langsigtet køb

Koncernens langsigtede mål er at opnå en overskudsgrad på over 6% (3,3 i 2014) og en afkastningsgrad over 10% (6,7 i 2014). Den nettorentebærende gæld skal bringes ned på 2-3x EBITDA (3,8 ultimo 2014). Aktiviteterne i perioden 2014 til 2016 er samlet i strategiplanen kaldet "Creating value through profitable growth", hvis hovedformål er at genskabe rentabiliteten ved hjælp af interne opstramninger (effektivisering) og en udvidelse af markedsandelen med øget salg samt ved en reduktion af bankgælden. På længere sigt er det planen at øge salget ved udvikling af forbedrede produkter og løsninger inden for anvendelse og produktion af porebeton. H+H er dybt loyal over for sit fremragende produkt, og derfor vil man udnytte dette virkefelt så opfindsomt som muligt.

Generelt råder H+H over rigelig kapacitet på sine fabrikker – bortset fra Storbritannien. Indsatsen i nye investeringer vil derfor blive holdt nede flere år frem, hvilket vil generere likviditet til at reducere gælden. For 2015 ventes investeringer på 60 mio. kr. inklusiv 20 mio. kr. til restruktureringerne i Polen.

Rigelig kapacitet er godt set i forhold til investeringsbehovet men også set længere frem, når der atter måtte komme et stort opsving i byggeaktiviteten. Mersalg vil kunne udmønte sig i markant højere indtjening, da priserne så kan hæves. H+H er i en slags venteposition, hvor det gælder om at undgå Stop/Go beslutninger for derved at være rustet til det ventede opsving i byggeriet. Med bankaftalen på plads, har H+H tid og råd til at vente på "bedre tider".

Vi forventer for 2015 et nettoresultat nær nulpunktet. Gælden vil formentlig kunne blive reduceret som følge af frasalg af overflødige aktiviteter sammen med et positivt cash-flow. En EBIT-margin på 6% synes opnåelig allerede i 2016, hvilket gør, at aktien nu er interessant for langsigtede investorer.

Hvis byggeriet kommer ud af lavkonjunkturen estimerer vi, at omsætningen i 2016 kan stige til 1,6 mia. kr. Det vil i så tilfælde formentlig også kunne resultere i en overskudsgrad allerede næste år på de ønskede 6% svarende til et EBIT-resultat på 96 mio. kr. Herfra fragår renter og skat, hvorved der netto kan forventes et resultat på 50 mio. kr. EPS for 2016 kan derfor estimeres til $50/10,8 = 4,6$ kr. Det giver et niveau for P/E(16E) på $54,5/4,6 = 11,8$, og dette perspektiv gør aktien interessant for langsigtede investorer som tør se bort fra udviklingen i år, der tegner til at blive påvirket kraftigt af forandringerne efter opkøbet i Polen, der ellers i sig selv ser attraktivt ud.

Vort ovenfor viste skøn er dog baseret på, at opsvinget i byggeriet kommer, at der ikke opstår yderligere problemer i Rusland, at aktivitetsniveauet i Storbritannien kan fastholdes på et højt niveau, og at koncentrationen på færre fabrikker i Polen kan give de forventede positive effekter. Skønnet er derfor behæftet med en del usikkerhedsfaktorer og må anses for Best Case.

H+H er en forretning med et stærkt og godt produktgrundlag, men den økonomiske stilling er svag. Køb er alligevel vores konklusion, men risikoen er samtidig også høj.

Regnskabstal

mio. kr.	2010	2011	2012	2013	2014	2015E
Omsætning	1.255	1.310	1.322	1.260	1.380	1.500
EBITDA	-15	91	86	94	137	120
EBIT	-257	-10	15	6	45	30
EBT	-286	-53	-29	-37	1	-5
Nettoresultat	-270	-118	-82	-92	-23	-10
Balance	1.654	1.581	1.393	1.293	1.217	1.350
Nettogæld	614	629	539	532	517	550
Immaterielle aktiver	172	135	88	80	96	50
Materielle aktiver	1.187	1.038	961	883	769	850
Egenkapital	726	553	418	294	152	190
Antal ansatte	1.175	1.084	1.001	885	866	950
EPS	-28	-13	-8	-10	-2	-1
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	74	56	43	30	16	18
EBIT margin %	NA	NA	1,1	0,5	3,3	2,0
Egenkapitalforrentning%	NA	NA	NA	NA	NA	NA
Egenkapitalandel %	44	35	30	33	12	14



Forbehold og ansvarsfraskrivelse

Denne analyse er udarbejdet af Aktieinfo på baggrund af offentligt tilgængeligt materiale omkring selskabet. Der er indgået en aftale om analysedækning med selskabet, og Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og Lau Svenssen ejer aktier i H+H International A/S på analysetidspunktet.

Aktieinfo kan ikke drages til ansvar for rigtigheden af oplysningerne i analysen, ej heller for opstået tab eller manglende fortjeneste som følge af at råd og forslag følges, og efterfølgende viser sig at være tabsgivende eller resultere i ikke opnået fortjeneste. Det anbefales altid at rådføre sig med et pengeinstitut eller en mægler før der disponeres. Investering i aktier er altid behæftet med risiko for tab.