

## Konklusion:

- I 2017 løftede H+H EBITDA-resultatet før særlige poster til 242 mio. kr., hvilket er lidt over selskabets egen guidance for året. Salget steg dog kun 2,7 % i lokale valutaer, hvilket er lidt lavere end forventet i den seneste guidance.
- For 2018 forventer ledelsen betydelig fremgang i indtjeningen, idet EBITDA før særlige udgifter på -60-70 mio. kr. indikeres til 350-390 mio. kr. - dvs. en betydelig fremgang fra 242 mio. kr. Organisk ventes salget at stige med 5 % opgjort i lokale valutaer. Baseret på ledelsens skøn, som vi finder opnåeligt, handles aktien til P/E 2018E (125:9,4) på 13,3. Det er lavere end det generelle danske niveau på børsen.
- To opkøb udvider produktpaletten til også at omfatte kalksandsten, der anvendes i indervægge ved etagebyggeri. Det kan løfte såvel salget som indtjeningen, da væksten i storbyerne øger etagebyggeriets andel. Gasbeton er orienteret mod tæt-lavt byggeri. Købene omfatter Grupa Silikaty i Polen og HDKS med primære aktiviteter i Tyskland og sekundært i Schweiz. Schweiz er et helt nyt marked for H+H, og man kunne derfor forestille sig, at porebeton også vil blive forsøgt markedsført (krydssalg).
- Rusland er fortsat et udfordrende marked med svag tilbagegang. Uanset at det kan tage tid, før landet kommer på økonomisk fode igen, så er der et enormt behov for nybyggeri. Landet har tradition for at anvende porebeton ved nybyggeri. H+H er en teknisk stærk men lokal aktør placeret i området ved Skt. Petersborg, så det russiske marked kan på langt sigt blive åbnet, men det vil kræve store investeringer i fabriksanlæg. Indtil videre er Rusland en vent-og-se situation.
- I Polen er der udsigt til endnu et godt år.
- Storbritannien er fortsat selskabets absolut vigtigste marked. En række regeringsinitiativer for at støtte nybyggeriet løber frem til mindst 2021, hvilket vil kunne fastholde høj aktivitet i afsætningen for H+H. Brexit er dog en usikkerhedsfaktor på langt sigt.
- Den største risikofaktor er udviklingen i boligbyggeriet og den økonomiske vækst i Nordvesteuropa. Renten er derfor central.
- For at finansiere det seneste opkøb vil selskabet rejse netto 500 mio. kr. via en emission, hvilket der stilles forslag om til beslutning på generalforsamlingen den 19-04. Alt andet lige vil emissionen føre til et kortsigtet nedadrettet pres på aktiekursen.
- Vi ser fortsat meget positivt på selskabets langsigtede udviklingsmuligheder, da H+H er førende inden for porebeton og nu tilføjer fabrikation af kalksandsten. Ekspansionen understreger, at tiden med krise er et overstået kapitel og nu går det fremad.

Aktuel Kurs: 125

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1.380 mio. kr.

Antal aktier: 10,8 mio. styk

Næste regnskab: Q1 den 17-05-2018



### Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Organisk ventes salget at stige med 5 % opgjort i lokale valutaer. EBITDA før særlige poster angives til intervallet 350-390 mio. kr. – altså en betydelig fremgang i forhold til 242 mio. kr. i 2017. Særlige poster angives til -60-70 mio. kr. Investeringsniveauet før eventuelle køb og salg estimeres til 150 mio. kr. Prognosen er baseret på valutakurserne midt i marts for GBP, EUR, PLN og RUB. Det samme gælder for råvarepriserne. Det forudsættes, at der opnås økonomisk vækst i de lande, hvor selskabet har aktivitet. De langsigtede finansielle mål opjusteres til en EBIT-margin på mindst 11 % (før 8-10 %) og et afkast på den investerede kapital på mindst 12 % (før minimum 12 %).

### Anbefaling:

Kort sigt: Afvent aktietegning for køb (før Hold)

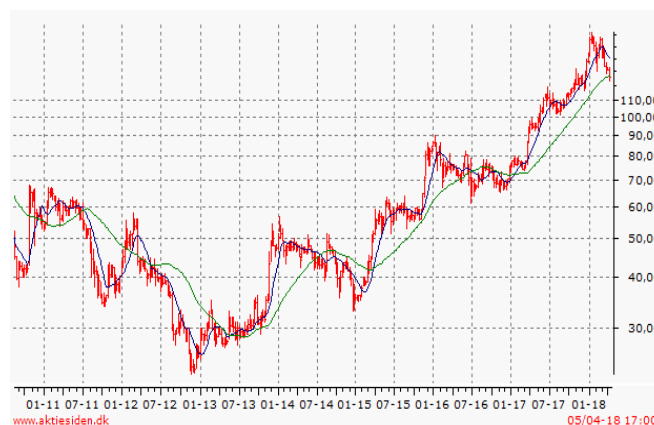
Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 120–140 (90-110)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 140–160 (100-125)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb ved kurs 107 den 23-08-2017

### Kursudvikling siden 2011:



Høj / lav seneste 12 måneder: Høj 162,2 / Lav 92,5



## Facts om H+H

- H+H udvikler, producerer, sælger og distribuerer porebetonprodukter (gasbeton) og –løsninger samt kalksandsten til byggeri. Produkterne anvendes primært til nybyggeri og i mindre grad til renoveringsopgaver. Produkterne virker isolerende mod både kulde, varme og lyd, ligesom det er mere robust ved brand end de fleste andre materialer, der kan bruges til de relevante byggeopgaver. Der er tale om produkter og løsninger med let anvendelse ved montering. "Build with ease" er selskabets motto. Produkterne forener en række positive egenskaber med lav udgift ved opstillingen, hvilket er vigtigt for kunder i byggebranchen.
- Kalksandsten er en ny satsning, som H+H bevægede sig ind på med købet af Grupa Silikaty i Polen (købt i juli 2017 og gennemført 04-04) og HDKS (købt 14-12-2017 og gennemført 28-02). Kalksandsten er meget anvendt som byggemateriale i Centraleuropa (Tyskland, Tjekkiet, Polen og Holland), herunder i etagebyggeri som indervægge. Målet med udvidelsen af produktpaletten til også at omfatte kalksandsten er at få synergi i salget, styrke den geografiske udbredelse og distancere sig fra konkurrenterne.
- Aktiviteterne foregår i en række lande i Nordeuropa. Markedspositionen er stærk de pågældende steder, og selskabet er placeret som den næststørste producent af porebetonprodukter i Europa.
- Salg af porebeton finder sted i Danmark, Sverige, Tyskland, Benelux, Storbritannien, Polen og Rusland. Produktionen af porebeton udføres på seks fabrikker i Polen, tre i Storbritannien, tre i Tyskland og en i Rusland. Den samlede årlige produktion er på ca. 3 mio. m<sup>3</sup> porebeton. Danmark og Benelux forsynes fra de tyske fabrikker, mens Sverige forsynes fra fabrikkerne i Tyskland og Polen.
- Salget af kalksandsten er i første omgang centreret om de markeder, der overtages. I Polen gælder det Grupa Silikaty, hvor man overtager 7 kalksandstensfabrikker. HDKS er blevet købt af HeidelbergCement med hovedaktiviteten lagt i Tyskland, hvor man også overtager 7 fabrikker. Schweiz bliver et helt nyt marked, hvor købet inkluderer en fabrik. Porebeton og kalksandsten er nærtstående byggematerialer, hvorfor der forventes opnået synergi både markeds- og omkostningsmæssigt. De to køb i Polen og Tyskland/Schweiz komplementerer den bestående forretning særdeles godt.
- Aktiviteterne er opdelt i Vest- og Østeuropa med en fordeling af salget på 75/25 % i 2017. I Vesteuropa var der tale om en nedgang i salget på 3,0 % i kroner men en fremgang på 1,0 % opgjort i lokale valutaer. Østeuropa udviste en stærk fremgang på hele 10 % opgjort i lokale valutaer.
- Hovedkontoret er placeret i København. Organisationen er meget smal. Virksomheden drives ud fra en "One company" struktur for at udnytte fælles kompetencer og styringskraften bedst muligt. De enkelte datterselskabers fabrikker søges samordnet, og nye tiltag kan hurtigt rulles ud i flere lande med denne struktur. Ledelsen følger især prisforholdene tæt, og qua den snævre organisation i topledelsen kan H+H hurtigt tilpasse sig ændringer i afsætningen og konkurrenceforholdene.
- Direktionen består af CEO Michael Troensegaard Andersen (født 1961) og CFO Ian L. Perkins (født 1965). Kent Arentoft (født 1962) er formand for bestyrelsen.
- Selskabet beskæftigede i gennemsnit 1.062 medarbejdere sidste år mod 1.034 året før. På hovedkontoret i Danmark er der kun 10 ansatte. I år må det forventes, at antallet af medarbejdere vokser markant, da det tilkøbte selskab i Polen har ca. 300 ansatte, mens HDKS beskæftiger ca. 200 medarbejdere.
- Pr. 31-12-2017 havde H+H 4.234 (3.919 året før) registrerede aktionærer svarende til 84 % af aktierne. Heraf er kun 193 af de registrerede udenlandske aktionærer. Der er tale om en relativ stor andel af aktier placeret hos ukendte aktionærer. ATP ejer over 10 % af aktierne, mens Nordea Funds Management og Handelsbanken Fonder hver især ejer over 5 % (uændret i forhold til for et halvt år siden).
- Aktiekursen steg med hele 91 % i 2017. Det indstilles til generalforsamlingen den 19-04, at der ikke udbetales udbytte for 2017. På generalforsamlingen vil der blive stillet forslag om en udvidelse af aktiekapitalen med henblik på at hente netto 500 mio. kr. i ny egenkapital, hvilket skal nedbringe gælden, der er vokset som følge af de to store opkøb.

## Stærk indtjeningsfremgang i 2017

2017 blev et godt år for H+H. Salget steg dog lidt mindre end oprindeligt forventet med 2,7 % i lokale valutaer og 1 % i danske kroner. Imidlertid steg indtjeningen betydeligt, hvorved EBITDA før særlige poster endte på 242 mio. kr. Det var en spids over selskabets egen Guidance på 230-240 mio. kr. De særlige poster udgjorde -30 mio. kr., hvoraf 10 mio. kr. kan henføres til udgifter ved opkøbene i Polen

og Tyskland. Der er 1 mio. kr. udgiftsført i forbindelse med lukning af en fabrik i Polen. Restbeløbet på 19 mio. kr. skyldes transportudgifter henset til opgraderingen af fabrikken i Borough Green i Storbritannien, hvor produktionskapaciteten er reduceret indtil fabriksudvidelsen er klar midt på året (2018). Efterspørgslen i Storbritannien er løst ved produktion i Polen og transport herfra til det engelske marked. Denne ekstra belastning i form af transportudgifter vil også påvirke negativt i første halvdel af indeværende år, hvor fabrikken i Borough Green vil geare op og nå fuld udnyttelse af kapaciteten medio året (75.000 m<sup>3</sup> porebeton årligt).

Det engelske marked er vigtigt for H+H, og derfor udvides produktionskapaciteten på fabrikken i Borough Green. H+H tror på fortsat høj efterspørgsel i Storbritannien, hvilket der absolut også er belæg for (beskrives nærmere senere i analysen). Trods usikkerhed omkring følgerne af briternes Brexit-beslutning er der fortsat god gang i efterspørgslen på porebetonblokke og -elementer.

I Tyskland faldt markedet for byggeri af etplans huse mod selskabets forventninger. Der er dog grund til at tro, at Tyskland fra i år kan rette sig, også henset til udvidelsen inden for byggeri i flere etager, hvor man har styrket positionen ved opkøbet af HDKS i Tyskland.

Polen har udviklet sig godt, og ledelsen fremhæver, at man sidste år opnåede en indtjeningsmargin (EBIT) på over 6 %, hvilket var målet i selskabets plan fra 2014 for genopretning af indtjeningen i dette land. Den russiske økonomi lider fortsat under olieprisens udsving og sanktionerne indført af de vestlige lande. Derfor er det heller ikke overraskende, at aktivitetsniveauet i Rusland faldt i 2017, hvilket dog blev delvist kompenseret rent indtjeningsmæssigt af forbedrede salgspriser. Håbet vokser, da det vel næppe kan blive meget værre.

I Skandinavien, hvilket primært drejer sig om Danmark, har der været en god efterspørgsel efter H+H's produkter med stigende volumen og gode salgspriser. Benelux har også udviklet sig pænt.

Trods udfordringer med svækkelsen af GBP, lavere aktivitet end ventet i Tyskland, et fortsat presset russisk marked og ekstraordinære udgifter til opgraderingen af fabrikken i Borough Green har H+H styret sig godt igennem 2017. Det er imponerende, at indtjeningen er steget, som tilfældet er. Netto endte året med et overskud på 90 mio. kr., hvilket er på niveau med 2016, men over dobbelt op i forhold til 2015. Den nettorentebærende gæld er steget fra 387 mio. kr. til 459 mio. kr. Ved kurs 125 handler aktien til en P/E (125:8,4) på 14,9 og kurs/indre værdi (125:35) på 3,6.

### Opkøbene udvider virkefeltet og styrker H+H som aktie

I slutningen af 2014 købte H+H Grupa Prefabet (porebeton) i Polen. Integrationen er forløbet efter hensigten og fabrikker er blevet lukket, hvilket har skabt en bedre balance mellem udbud og efterspørgsel på markedet. Det har medvirket til at opnå det ønskede løft i salgspriserne på porebetonvarer. I efteråret 2017 købte H+H Grupa Silikaty, hvorved man bevæger sig ind på markedet for kalksandsten (komplementært til porebeton). Dette selskab har syv fabrikker i Polen til produktion af kalksandsten og blev erhvervet for kun 64 mio. kr., hvoraf 14 mio. kr. betales ved endelig overtagelse (04-04-2018) og resten afdrages med 25 mio. kr. i hhv. januar 2019 og januar 2020.

I midten af december 2017 købte man så også HeidelbergCements aktiviteter (benævnt HDKS) med kalksandsten i Tyskland og Schweiz. HDKS er den næststørste producent af kalksandsten i Tyskland med 7 fabrikker i landet. Desuden sælges produkterne i Schweiz, hvor købet omfatter overtagelse af en enkelt fabrik. Købsprisen er 818 mio. kr., og der er allerede opnået godkendelse fra myndighedernes side. HDKS omsatte i 2017 for ca. 500 mio. kr. og havde et EBITDA-bruttoresultat på ca. 100 mio. kr. Prisen med en faktor på lidt over 8 x EBITDA forekommer at være fair.

Med købet af Grupa Silikaty og HDKS bevæger H+H sig ind på markedet for kalksandsten, der komplementerer de bestående aktiviteter med porebeton. H+H's samlede marked udvides betydeligt, idet porebeton primært anvendes til bygning af et- til toplanshuse, mens kalksandsten er velegnet til indervægge i etagebyggeri. I storbyerne vil der i kommende år være behov for etagebyggeri frem for lavt byggeri, da urbaniseringen fra land til by giver behov for nybyggeri i højden.

Der meldes ikke om planer om lukning af nogle af de overtagne fabrikker. Det burde vel være muligt at samle produktionen på færre enheder for at øge kapacitetsudnyttelsen, men så længe salget er i top, kan det vente. H+H forventer at kunne opnå betydelig synergi i salget, hvilket forekommer sandsynligt, da salgsprocessen er den samme, og H+H har et velindarbejdet og kendt produkt i form af porebeton. H+H er et godt og kendt varemærke. Udover at man har købt et helt nyt og nærtstående "forretningsben" udvides den geografiske dækning til også at omfatte Schweiz.

Købene må betegnes som strategisk lovende. Det repræsenterer et nyt virkefelt og en spændende udvidelse. H+H vil fremadrettet komme til at stå meget stærkt på det polske marked som nr. 2 inden for porebeton og kalksandsten. Med den ekstra satsning på Tyskland og Schweiz gør H+H sig mindre afhængig af det engelske marked, der dog fortsat vil være vigtigt for selskabet.

### **H+H er en succesfuld turn around case, der fasemæssigt er skiftet til ekspansion**

H+H har med succes gennemført den genopretningsplan, som blev igangsat for fire år siden. Efter et underskud i 2014 udviste 2015-regnskabet et nettooverskud på 39 mio. kr., hvilket blev forbedret til 89-90 mio. kr. i 2016 og 2017. Overskudsgraden (EBIT) før særlige poster er i samme periode fordoblet til 10,1 %. Indre værdi er steget fra 24 i 2015 til nu 35. Afkastet af den investerede kapital har i de sidste tre år ligget stabilt på 16 %. Det er desuden vigtigt, at gælden er blevet nedbragt betydeligt. Den nettorentebærende gæld i forhold til EBITDA lå i 2014 på 3,8 x, hvilket nu er reduceret til 2,2 x. H+H er igen herre i eget hus og har god opbakning fra selskabets bankforbindelse, Danske Bank. I årene efter Finanskrisen var gælden oppe i et niveau, der var livstruende for selskabet. Det er således en flot rejse, som H+H har været igennem, og det skal blive bedre i de kommende år. De seneste opkøb af Grupa Silikaty i Polen og HDKS i Tyskland og Schweiz er i første omgang finansieret via banken, men på generalforsamlingen den 19-04 vil der blive stillet forslag om udvidelse af aktiekapitalen med henblik på at hente netto 500 mio. kr. i ny egenkapital, således at gælden i forhold til EBITDA igen kommer under faktor 2 x. En optankning på 500 mio. kr. vil give selskabet finansielt råderum til at foretage mindre opkøb i de kommende år. H+H er et flot eksempel på en succesfuld turn around case.

### **Markedsudsigten og vækstmuligheder**

Porebeton anvendes primært til byggeri af parcel-, kæde- og rækkehuse i op til et par etager. Nu udvides forretningsomfanget med kalksandsten til brug ved bygning i flere etager. Det er vigtigt for at få del i den store byggeaktivitet i storbyerne (urbanisering). Man står dog traditionelt stærkest i det førstnævnte segment med tæt-lavt byggeri, men arbejdet med at blive en anerkendt storleverandør til etagebyggerier fortsætter. Der er en klar trend overalt mod urbanisering, og i storbyer foregår det meste jo som etagebyggeri. Der findes derfor et stort markedspotentiale for H+H, hvis man kan overbevise bygherrer og entreprenører om fordelene ved at anvende porebeton og kalksandsten til denne form for byggerier. Glimrende egenskaber for produkterne sammen med let montage er parametrene i konkurrencen. Især lav lønudgift ved montagearbejdet er et trumfkort.

H+H står stærkere end nogensinde på det vigtige polske marked, hvor der er en historisk tradition for at bygge med porebeton og kalksandsten. Russisk økonomi er fortsat presset, men behovet for nybyggeri er enormt, da 80 % af alle boliger er bygget i "sovjettiden" (før 1995). Når russisk økonomi genvinder formen, kan afsætningen vokse eksplosivt i dette land. Det har dog nok lange udsigter.

Tyskland udviklede sig overraskende svagt i 2017, men allerede i år er der basis for fremgang i salget - også henset til købet af HDKS. I årsregnskabet nævner H+H specifikt, at den nye tyske regering forventes at indføre tiltag, der skal fremme nybyggeriet i landet. Et boom i salget i Tyskland ventes dog ikke på kort sigt, men der bør være grundlag for fremgang i de kommende år.

For Danmark, Sverige og Benelux venter selskabet moderat fremgang i år. I Danmark anser vi markedet for at være tæt på et mætningspunkt omkring nybyggeri. Det samme billede ses i Sverige, hvor priserne på fast ejendom i storbyerne nu er let faldende (=mindre behov og incitament for nybyggeri).

Storbritannien er fortsat det vigtigste enkeltmarked med en andel af koncernomsætningen på 43 %, mens kun 22 % af aktiverne er investeret her. Fra midten af året vil opgraderingen af Borough Green fabrikken være i fuld drift. Denne investering viser, at ledelsen fortsat ser store salgsmuligheder i landet. Denne holdning støttes af et stort behov for billigt nybyggeri i Storbritannien. Førstegangskøbere har ganske enkelt ikke råd til at købe fast ejendom, da priserne er steget markant i de senere år. Over 1 million briter står på venteliste for at erhverve egen bolig. Regeringen er meget fokuseret på dette forhold, og "Help to Buy" programmet ligger fast indtil 2021. Desuden har regeringen vedtaget subsidiepakker og planlagt bygning af nye boliger. Det engelske marked har således gode odds for at kunne udvikle sig positivt i de kommende år, men der er især tre risikoforhold, nemlig hvordan Brexit-beslutningen vil påvirke britisk økonomi på sigt, at 43 % af omsætningen kommer herfra (vægten af UK) og at den primært kommer fra en enkelt storkunde, der står for 26 % af hele koncernens omsætning, svarende til 60 % af aktiviteten i det engelske datterselskab.

Et trumfkort for H+H er en årelang tradition for at benytte porebeton og kalksandsten, men det svinger meget fra land til land.

### **H+H er en interessant men også konjunkturfølsom aktie**

Investorerne sendte i 2017 aktiekursen op med 91 %. Dette til trods er aktien ikke decideret dyr målt på nøgletal. Imidlertid er det nødvendigt for at sikre videre stigning i aktiekursen igen i år, at de gode tider fortsætter. Der er meget, der peger i retning af, at H+H går flere gode år i møde. Her bliver det vigtigste dog, at man formår at udnytte kapaciteten optimalt, og at man kan undgå at skulle tilpasse produktionen og i værste fald først at udvide for så kort efter at måtte reducere kapaciteten eller helt lukke ned for visse fabrikker i perioder, som det har været tilfældet med Borough Green fabrikken i Storbritannien. Styringen skal hele tiden være stram.

Borough Green fabrikken vil være fuldt operationel fra midten af året. Dermed bortfalder de ekstraordinære udgifter til transport af byggematerialer fra de polske fabrikker for at klare efterspørgslen i Storbritannien. Det er desuden værd at bemærke, at H+H ejer ikke-udnyttede arealer nær Borough Green fabrikken. Flyveaske anvendes som input i produktionen af porebeton, men der er mangel på flyveaske i UK. Derfor anvender H+H i stigende omfang sand til produktionen. På arealet ved Borough Green er der store sandforekomster, og der er søgt om ret til anvendelse heraf hos myndighederne. Alternativt kan det uudnyttede areal blive solgt. Der foreligger nemlig også byplan-forslag, der omfatter byggeri på jorden. Begge muligheder vil kunne give en økonomisk gevinst til H+H.

Vi forventer, at der vil ske en tilpasning af kapaciteten på de fabrikker (lukning af enkelte), der overtages ved købet af Grupa Silikaty og HDKS. Ledelsen har indikeret, at der vil blive opnået synergier på 10 mio. kr. fra hvert af de to køb med fuld virkning fra 2020.

Valutarisk har 2017 været negativt påvirket af det store fald i GBP-værdien. Alt er muligt for GBP-kursen henset til Brexit-beslutningen, men overordnet forventer vi ikke yderligere modgang valutarisk i år eller de kommende år.

Gælden vil blive udvidet som følge af de to opkøb, men selskabets bankforbindelse, Danske Bank, støtter op. Dog vil der i nær fremtid blive igangsat en aktieudvidelse med henblik på at hente 500 mio. kr. netto i ny kapital, hvilket vil blive anvendt til nedbringelse af gælden. Denne aktieemission vil på kort sigt kunne holde aktiekursen nede. Det er også årsagen til, at vi på kort sigt anbefaler kommende investorer at afvente denne emission. Langsigtede investorer kan holde fast og bør alt andet lige deltage i emissionen for ikke at blive udvandet. Vi kender dog ikke på nuværende tidspunkt betingelserne for den planlagte emission.

Vi ser fortsat vækstpotentiale - især i Polen, Tyskland og England. Rusland rummer en betydelig upside, når landet igen får gang i investeringerne i infrastruktur og nybyggeri. Det kommer formentlig til at tage lang tid, idet præsident Putin netop er blevet genvalgt. Udvidelsen til at producere og sælge kalksandsten finder vi interessant og lovende. Det er et faktum, at der er behov for nybyggeri især i byerne, og i storbyerne er der især efterspørgsel på etagebyggeri. Det kan H+H nu levere relevante byggematerialer til.

Generelt ser vi positivt på H+H som en investering over de kommende 3-5 år. Stigende råvarepriser vil dog være til ugunst for virksomheden, idet prisstigningerne i det lange løb næppe fuldt ud kan viderefaktureres til kunderne. Vækstmulighederne forekommer heldigvis lovende, og opkøbene i Polen og Tyskland er gennemført til fair/lave priser og udvider forretningsomfanget betydeligt. På den korte bane bør nye investorer dog afvente den planlagte emission, der vil finde sted med fortegningsret og dermed med en discount til dagkursen. Det vil ofte trække markedskursen nedad indtil aktietegningen er overstået og "fordøjet" i markedet. Eksisterende aktionærer bør deltage i emissionen for ikke at blive udvandet. Aktien egner sig primært til langsigtede investorer.

## **Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler**

### Styrker

Selskabets styrke er velindarbejdede porebetonprodukter og en smal organisation, der hurtig kan agere og tilpasse sig. H+H-produkterne er nemme at arbejde med for kunderne, kendetegnet ved høj kvalitet og tilbydes til konkurrencedygtige priser. Let montering er en styrke i salgsprocessen. Kalksandsten er en naturlig udvidelse af produktpaletten, da det komplementerer porebeton som et billigt byggemateriale. Salgsmulighederne udvides markant, da kalksandsten benyttes til skillevægge i etagebyggeri. Kapaciteten på de nuværende fabrikker er velafbalanceret, når Borough Green i Storbritannien bliver klar til fuld produktion fra midten af året.

### Svagheder

H+H er afhængig af udviklingen på det britiske marked og specielt af en enkelt storkunde. Brexit har hidtil kun belastet ved en svækkelse af GBP, men landets økonomiske fremtid er uklar. Pensionsforpligtelser for medarbejdere i Storbritannien kan på sigt rumme en risiko, da H+H over tid skal afdække differencen mellem aktiver og forpligtelser. Udvidelsen med kalksandsten vil til en vis grad kannibalisere porebeton-markedet. Selskabet er konjunkturfølsomt (nybyggeri).

### Muligheder

Indtjeningen forbedres løbende af de igangsatte effektiviseringer. Udvidelsen med kalksandsten rummer mulighed for synergi i salget og udvider virkefeltet. H+H er nr. 2 i Polen både hvad angår porebeton og kalksandsten. Der er store vækstmuligheder i dette land. Rusland rummer betydelig upside, men det kan tage tid, før landet får økonomisk styrke til investeringer i nye boliger. Der kan opnås økonomisk gevinst ved det uudnyttede areal ved Borough Green fabrikken i Storbritannien – enten ved påbegyndelse af opgravning af sand til produktionen eller ved et frasalg af arealet.

### Trusler

Den største trussel er konjunkturerne, der i høj grad påvirker byggeaktiviteten. Renteforholdene er derfor afgørende. Et lavt niveau er altid til gavn for aktiviteten i byggesektoren, og for nærværende kan renten næsten kun gå en vej: opad. Det vil dog nok primært føre til afdæmpning i byggeriet i Danmark, Sverige, Benelux og måske også Tyskland. England synes sikret til og med 2021, og landet har tillige med Polen og Rusland et stort behov for nybyggeri. H+H er altså delvis afhængig af statsligt støttede programmer for nybyggeri. Aktiekursen steg sidste år med 91 %. Umiddelbart før Finanskrisen i 2008 investerede selskabet massivt i fremtiden (Polen og Rusland) – nu skal ledelsen undgå at begå en lignende fejl ved at investere over evne, hvis det viser sig, at højkonjunkturerne er ved at slutte.

## Regnskabstal

mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
Omsætning	1.260	1.380	1.621	1.611	1.622	2.250
EBITDA	94	137	182	211	242	375
EBIT	6	45	80	122	165	230
EBT	-37	1	94	104	116	140
Nettoresultat	-92	-23	39	89	90	120
Balance	1.293	1.217	1.246	1.189	1.327	2.600
Nettogæld	532	517	445	387	459	700
Immaterielle aktiver	80	96	66	82	85	NA
Materielle aktiver	883	769	842	819	844	1.350
Egenkapital	294	152	255	278	377	1.000
Antal ansatte	885	866	1.034	1.041	1.062	1.500
EPS	-10	-2	4	8	8	9,4
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	30	16	24	26	35	68
EBIT margin %	0,5	3,3	5,0	7,6	10,1	10,2
Egenkapitalforrentning%	NA	NA	19,3	33,5	27,4	14,8
Egenkapitalandel %	33	12	20	22	28	38

NB: Der skal gennemføres en aktietegning på ca. 500 mio. kr. Vilklarene kendes ikke. Estimatet indregner 500 mio. kr. netto pr. 30-06-2018 ud fra markedskurs 130 (4,0 mio. styk aktier). Det er bedst mulige skøn. HDKS indgår med 10 måneder (faktisk) og Grupa Silikaty med 9 måneder (faktisk).



## Seneste to analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
23-08-2017	107	Hold	Køb
03-04-2017	98	Køb	Køb
24-08-2016	74	Hold	Køb
13-04-2016	74	Hold	Køb

## 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 med opdatering efter halv- og helårsregnskaberne. Aktieinfo modtager et honorar for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering. Aktieinfo, John Stihøj og/eller Lau Svenssen ejer ikke 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.