

I 2020 leverede H+H det næstbedste EBIT og det højeste resultat efter skat nogensinde. Det er flot klaret, da omsætningen faldt med 6,5 %. Fremtiden ser lovende ud for H+H. Aktien er decideret billig og rummer upside.

- Omsætningen faldt 6,5 %, mens nettoresultatet steg 67 % til 251 mio. kr. som følge af positive synergier og reducerede omkostninger. Ved kurs 151 handler aktien til en P/E på blot 11,1 og baseret på Aktieinfos estimat for 2021 er P/E 2021E 10,6.
- Strategien fremadrettet er fortsat at udvide aktiviteterne i Tyskland og Polen og nærtliggende lande både organisk og via opkøb. I UK har man en så stor markedsandel, at det her næppe er muligt at øge denne.
- H+H står stærkt på sine tre hovedmarkeder i UK, Tyskland og Polen med en fokuseret indsats indenfor de to nært beslægtede produktkategorier – porebeton og kalksandsten. Produktmæssigt har man løbende forstået at lancere fornyelser omkring porebetons udformning og montering. Det er blevet udvidet med salgssindsats omkring arkitektarbejde med planlægning af byggeprojekter, hvilket skal fastholde de seneste ti års trend med at H+H-produkter foretrækkes som byggemateriale. H+H's motto er: "Partners in Wall Building". Man er med i hele byggeprocessen ved at tilbyde kunderne helhedsløsninger. Samlet står H+H med en stærk markedsposition, en effektiv struktur og en stærk balance (lav gæld). Man nyder nu gavn af opnåede synergier fra de senere års opkøb, hvor man har opnået en bedre geografisk dækning og stigende pricing-power.
- De ydre udfordringer er konkurrencen og prisudviklingen på råmaterialer. H+H er afhængig af udviklingen på boligmarkedet – især omkring nybyggeri. Lav rente er altid godt for byggeerhvervet. Selvom renten i år er steget, er den fortsat lav.
- Vi er imponerede over selskabets evne til at beskytte indtjeningen i 2020, som grundet Covid-19 var et udfordrende år. Behovet for boligbyggeri på koncernens kernemarkeder er stort, hvilket taler for fortsat god udvikling flere år frem understøttet af den lave rente og lokale statslige initiativer for at understøtte nybyggeriet. Beslutningen om at købe egne aktier for 100 mio. kr. vil efter vores vurdering understøtte en fortsat god aktieudvikling. Vi hæver kursmålet på både kort og langt sigt.

Aktuel Kurs: 151

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: 2.715 mio. kr.

Antal aktier: 17,98 mio. styk

Anbefaling:

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 140-170

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 170-200

Næste regnskab: Q1 den 17-05-2021

Generalforsamling: 26-03-2021



Selskabets forventninger til 2021

Organisk ventes omsætningen at stige 0-5 % efter et fald på 6 % i 2020. EBIT før særlige poster ventes i intervallet 310-370 mio. kr. mod 332 mio. kr. i 2020. Den årlige ramme for investeringer øges til ca. 200 mio. kr.

Forudsætninger: At Covid-19 ikke får en betydelig effekt på aktiviteten, at energi og råvarer stiger mere end inflationen, og valutakurser for GBP, EUR og PLN som slut februar.

Langsigtede finansielle mål:
 EBIT-margin før særlige poster på 11 % (13 % i 2020)
 Afkast på investeret kapital: 14 % (før 12 % efter at have opnået 18 % i 2020)
 Finansiell gearing på 1-2 x EBITDA (0,4 x i 2020)



Høj / lav seneste 12 måneder: Høj 156,8 / Lav 63,9



Aktieinfo modtager honorar fra selskabet for det udførte analysearbejde. Konklusion og anbefaling er alene udtryk for Aktieinfos vurdering, og selskabet kan ikke påvirke anbefaling og kursmål. I øvrigt henvises til ansvarsfraskrivelsen på sidste side.

Facts om H+H

- H+H fremstiller og sælger porebeton (AAC: Aircrete) og kalksandsten (CSU: Calcium Silicate Units) til vægge og fundamenter - primært i nybyggeri og i mindre grad renoveringsopgaver. Produkterne er nemme at anvende ved montering, giver et godt indeklima, god isoleringsevne, høj brandsikkerhed og god akustik. Produkterne forener en række positive egenskaber med lav lønudgift ved opstillingen, hvilket er vigtigt i byggebranchen. Porebeton anvendes primært til bygning af parcelhuse og tæt/lavt byggeri. Kalksandsten benyttes ved etagebyggeri, hvilket er et område i vækst henset til den demografiske udvikling med flytning fra land til by. Det øger behovet for etagebyggeri med komponenter, der både isolerer og forbedrer brandsikkerheden.
- Porebeton har været H+H's fundament i over 80 år. Kalksandsten er kommet til i 2018 efter opkøb i Tyskland og Polen. Salgets fordeling i 2020 var 68/32 for porebeton/kalksandsten. Kalksandsten er meget anvendt som byggemateriale i Centraleuropa (Tyskland, Tjekkiet, Polen og Holland).
- Med udvidelsen af aktiviteterne til også at omfatte kalksandsten har H+H i de senere opnået synergi i salget og styrket stillingen i Centraleuropa samt reduceret afhængigheden af aktiviteterne i UK. Desuden forbedres styrken over for kapitalstærke konkurrenter. Ledelsen er åben for at tilføje andre former for byggematerialer til sortimentet, og opkøbsstrategien fortsætter. Stordrift, positive synergier og styrket pricing-power er ideen bag udvidelser. Porebeton og kalksandsten er nærtstående byggematerialer, hvorfor man opnår synergi markeds- og omkostningsmæssigt.
- H+H har salgskontorer i Danmark (2), Sverige (1), UK (1), Holland (1), Tyskland (4), Polen (1), Tjekkiet (1) og Schweiz (1). Man ejer 13 porebetonfabrikker (3 i UK, 4 i Tyskland og 6 i Polen) og 16 kalksandstenfabrikker (8 i Tyskland, 7 i Polen og 1 i Schweiz). Bygning af en ny kalksandstensfabrik i Reda nær Gdansk, hvor man i forvejen råder over en porebetonfabrik, påbegyndes i 2021 efter et års forsinkelse (Covid-19).
- UK (porebeton) står for 24 % af koncernomsætningen og på dette marked har man en status som nr. 1 med en markedsandel på over 40 %. Centraleuropa bestående af Danmark, Sverige, Benelux, Tyskland, Schweiz og Tjekkiet udgør 49 % af salget. På det vigtige tyske marked er man næststørst med en andel af porebetonmarkedet på over 15 % og ca. 12 % for kalksandsten. I Polen er man den næststørste udbyder med en andel af markedet på 20-25 %. Polen stod for 27 % af koncernomsætningen. Samlet er H+H den næststørste producent af porebeton i Europa.
- Koncernen drives ud fra en "One company" struktur for at udnytte fælles kompetencer og styringskraften bedst muligt. De enkelte datterselskabers fabrikker søges samordnet, så nye tiltag hurtigt kan rulles ud i alle lande. Toplevelsen følger udviklingen i salgspriserne tæt, og takket være en snæver organisation kan H+H hurtigt tilpasse sig ændringer i afsætningen og konkurrenceforholdene. H+H er "Partners in Wallbuilding" og bistår kunderne hele vejen fra idé via plantegning, til salg, produktion og distribution og sluttelig selve byggeprocessen.
- Direktionen består af CEO Michael Troensegaard Andersen (født 1961) og CFO Peter Klovgaard-Jørgensen (født 1978). Kent Arentoft (født 1962) er formand for bestyrelsen.
- Selskabet beskæftigede 1.538 medarbejdere ultimo sidste år (2019: 1.625). På hovedkontoret i Danmark er der ca. 15 ansatte.
- Pr. 31-12-2020 havde H+H 4.749 aktionærer (2019: 4.923), hvoraf 92 % var navneregistrerede. 56 % af investorerne er danske. Private investorer ejer 15 % af aktierne. Største aktionærer: ATP med 11,72 %, Nordea Funds Management 7,65 % og Handelsbanken Fonder 5,14 %.

God start på 2020. Total nedlukning i UK i Q2. God udvikling i Tyskland og Polen. Omsætningen faldt 6,5 %, men man opnåede alligevel det næstbedste EBIT-resultat og det bedste efter skat resultat nogensinde.

Covid-19 krisen er sidste år blevet håndteret flot, idet man proaktivt reagerede og foretog tilpasninger i produktionen og øgede fokus på cash-flow og indtjening, ligesom planlagte investeringer blev udsat. Det vigtige marked i UK var i lock-down det meste af Q2. Efterspørgslen i UK vandt dog på ny momentum fra starten af juni, og heldigvis blev man kun i begrænset omfang påvirket på øvrige markeder, hvor især Tyskland, Schweiz, Benelux og Danmark har haft en god udvikling. I Sverige så man et mindre fald i aktiviteterne. Det polske marked var præget af hård konkurrence og prispres, ligesom der er opstået forsinkelser i højhusbyggeri. Det har ledelsen dog kunnet håndtere.

Fra årets start var der ventet nulvækst, og en fastholdelse af EBIT-niveauet fra det ekstraordinært gode 2019. I løbet af 2020 blev guidance først suspenderet, siden nedjusteret, så opjusteret og i den sidste ende kunne man nøjes med en omsætningsnedgang på 6,5 % men fortsat med et EBIT-resultat indenfor den oprindelige guidance. Året er præget af positive pengestrømme og en reduceret

gæld, hvilket er flot set i lyset af faldende volumener. EBIT endte på 332 mio. kr. Nettoresultatet blev 251 mio. kr. – en forbedring fra 150 mio. kr. året før. Investeringerne blev holdt nede på 134 mio. kr. Den forbedrede indtjening er et resultat af de restruktureringer, som H+H har foretaget via opkøb i de seneste 2-3 år. Synergierne er opnået via forbedret kapacitetsudnyttelse og pricing-power både overfor kunderne men også på indkøbssiden. Og det var netop denne styrke man har søgt at opnå via de senere års opkøb.

Nettogælden er nedbragt fra 407 til 230 mio. kr. Den nettorenteværende gæld udgør derfor kun 0,4x i forhold til EBITDA før særlige poster. Gearingen er lav og rummer plads til nye opkøb. Som et aktionærvenligt tiltag er det besluttet at købe egne aktier for op til 100 mio. kr., hvorefter disse aktier annulleres. Det er for Aktieinfo et udtryk fra ledelsens side om, at man mener aktiekursen er for lav.

Indtjening pr. aktie steg i 2020 til 13,5 kr. (op fra 8,3). Baseret på 2020 resultatet handler aktien således til en billig P/E (151/13,5) på blot 11,1. Ledelsens guidance for 2021 er en organisk salgsvækst på 0-5 % og et EBIT-resultatet i intervallet 310-370 mio. kr. Aktieinfo har i skemaet på side 4 estimeret, at vi rammer den øvre ende af udmeldt interval. Baseret på Aktieinfos estimer for 2021 stiger indtjeningen i 2021 til 14,2 kr. pr. aktie svarende til et P/E2021 estimat på 10,6. Vores vurdering er derfor, at H+H er et godt langsigtet køb for investorer, der søger et selskab med en stærk balance, en dokumenteret flot indtjening og hvor casen rummer basis for vækst i de kommende år.

H+H har potentiale for at vækste – især fra 2022 og frem

I 2018 gik H+H ind på markedet for kalksandsten via to store opkøb i Tyskland og Polen. Det var et nyt marked, der dog ligger tæt op ad det bestående marked for porebeton. Siden er fulgt opkøb i både 2019 og en porebetonfabrik primo 2020. Med åbning af det nye marked for kalksandsten har H+H gjort sig mindre afhængig af markedet for porebeton i UK, idet man både har udvidet produktsortimentet og den geografiske dækning. Med købet af en porebeton fabrik i Lausnitz i Tyskland kombineret med en kalksandstensfabrik i Dresden har man styrket tilstedeværelsen i den østlige del af Tyskland, hvilket giver bedre adgang til Berlin-markedet. Her er behovet for boligbyggeri stort. Der er blevet åbnet et regionalt salgskontor i Düsseldorf til at supportere salget i Tyskland, Schweiz, Norden, Benelux og Tjekkiet. Internt har man reorganiseret sig med fokus på kernemarkederne i UK, Central Vesteuropa og Polen. Det skal give ekstra styrke med synergier i salget til gavn for indtjeningen.

H+H har konsolideret sig som en ledende aktør på kernemarkederne i UK, Central Vesteuropa og Polen, hvor man lever op til strategien om at være nr. 1 i markedet eller en stærk nr. 2. Det giver fordele omkring stordrift med pricing-power både overfor kunderne og på købersiden.

H+H er afhængig af udviklingen i byggesektoren – især inden for nybyggeri. Fremtidsudsigterne og muligheden for at opretholde vækst i salget drejer sig primært om udbud og efterspørgsel. Udbudssiden har H+H selv været med til at konsolidere via opkøb (færre men store konkurrenter). På efterspørgselsiden bidrager en lav rente til at holde aktiviteten oppe i nybyggeriet. Dertil kommer den demografiske udvikling med fortsat tilstrømning fra land til by. Det øger behovet for nybyggeri – i byer især omkring etagebyggeri. I lande som Polen, Tyskland og UK er behovet for nybyggeri enormt, da mange ældre huse er utidssvarende. Førstegangskøbere har desuden vanskeligt ved at købe sig ind i markedet. Regeringsinitiativer understøtter nybyggeri af boliger til overkommelige priser men i høj kvalitet. Og det er netop hvad byggematerialer fra H+H kan tilbyde. Produkterne er nemme at håndtere i selve byggeprocessen, priserne er overkommelige, og dertil kommer de positive effekter omkring materialernes gode egenskaber med lang levetid, brandsikkerhed, akustik og et godt indeklima. I UK er programmet "Help to Buy", der yder økonomisk støtte til førstegangskøbere, netop blevet forlænget til 2023, ligesom der indtil juni i år ydes rabat på stempelafgift med en nedsat beløbsgrænse.

På kernemarkederne synes der at være basis for høj efterspørgsel efter byggematerialer fra H+H flere år frem. For at opnå endnu flere synergier i salget, på indkøbssiden og i den geografiske dækning følger H+H en aktiv opkøbsstrategi. Det nævnes i regnskabet, at man er i dialog med flere emner – primært familiedrevne selskaber. Vi forventer, at der vil blive foretaget flere opkøb i nær fremtid, og især i Tyskland er dette muligt uden myndighedsgodkendelse, såfremt man holder sig under en samlet concernomsætning på 0,5 mia. EUR. Der er penge til ganske store opkøb via en kreditfacilitet hos selskabets bankforbindelse, Nordea. Strategien er altså at sikre yderligere konsolidering i Tyskland, siden eventuelt at gå ind på nye markeder, der ligger op ad de bestående, og løbende udvide med produkter, der komplementerer de nuværende.

Produktudvikling er altid vigtigt. Internt har man derfor nedsat en arbejdsgruppe, der skal udvikle nye løsninger for at forbedre produkterne, fx ved nemmere montage, så der skal anvendes færre udgifter til arbejdskraft på byggepladserne. For at forbedre sig internt arbejdes der desuden på at gøre mere aktivt brug af digitalisering.

De kommende år vil medføre årlige investeringer i niveauet 200 mio. kr. Det er nødvendigt efter år med relativt lave investeringer. 1/3-del af investeringerne er allokeret til vedligeholdelse, mens 2/3-dele skal optimere driften af de bestående fabrikker, sikre en omlægning af produktionen i UK fra brug af fly-aske i fremstillingsprocessen til sand, hvilket vil sikre en mere fleksibel produktionsproces og endelig til ESG-initiativer for at leve op til egne mål for om at blive CO₂-neutral i produktionen inden 2050.

Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker: Komplementerende produkter med gode egenskaber og let montage med salg på kernemarkederne i UK, Tyskland og Polen. En flad organisation sikrer hurtig tilpasning til markedsforholdene. Kapaciteten på de nuværende fabrikker er velafbalanceret.

Svagheder: H+H er fortsat afhængig af UK, hvor en storkunde er dominerende. Selskabet er konjunkturfølsomt og dermed afhængig af udviklingen på boligmarkedet og renteutviklingen.

Muligheder: Indtjeningen kan forbedres fra stordrift, effektiviseringer, bedre kapacitetsudnyttelse og højere salgspriser. Der er mulighed for synergi i salget og udvidelse af virkefeltet. Udnyttede arealer ved Borough Green fabrikken, UK, kan give gevinst ved et frasalg.

Trusler: Konjunkturforholdene. Byggeaktiviteten er følsom og påvirkes negativt ved stigende rente. Et særligt vigtigt spørgsmål er de statslige støtte-programmer for nybyggeri i UK (udløber i 2023) og i Tyskland.

Regnskabstal

mio. kr.	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
Omsætning	1.611	1.622	2.523	2.840	2.654	2.775
EBITDA	211	242	410	539	521	550
EBIT	122	165	228	366	332	360
EBT	104	116	125	205	307	320
Nettoresultat til aktionærer	89	90	125	149	241	250
Balance	1.188	1.327	2.421	2.716	2.909	3.000
Nettogæld	387	460	525	407	230	330
Immaterielle aktiver	82	85	427	439	469	485
Materielle aktiver	819	844	1.424	1.558	1.538	1.550
Egenkapital	278	377	1.000	1.371	1.520	1.600
Gns. antal ansatte	1.041	1.062	1.651	1.685	1.619	1.600
EPS	7	7	9,7	8,3	13,5	14,2
Udbytte	0	0	0	0	0	0*
Indre værdi	23	31	56	74	85	89
EBIT margin %	7,6	10,1	9	12,9	12,5	13,0
Egenkapitalforrentning%	33,5	27,4	15,3	12,6	16,6	16,0
Egenkapitalandel %	22	28	41	50	53	53



Seneste analyser:

Dato	Kurs	Forventet kursudvikling	
		0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt
04-09-2020	123	120-140	140-160
27-03-2020	72	65-125	125-175
29-08-2019	100	90-125	125-175
08-04-2019	103	90-125	125-175

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 og/eller John Stihøj 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.