

Konklusion

- 2015 blev året, hvor H+H med succes afsluttede sin turnaround proces. Flere års underskud er vendt til overskud. Egenkapitalen blev polstret via en kapitaludvidelse og det realiserede overskud.
- Købet af polske Grupa Prefabet har hurtigt givet de ønskede effekter med et direkte positivt bidrag på 10 mio. kr. til EBITDA-resultatet. Opkøbet har banet vej for en reduktion af kapaciteten og konkurrencepresset i Polen.
- De igangsatte effektiviserings- og besparelsetiltag virker efter hensigten og bidrager positivt til at forbedre lønsomheden.
- Selskabet fokuserer på en enkelt produktkategori og er derfor smalt orienteret på dette ene segment. På den ene side øger det risikoen i selskabet, mens det på den anden side sikrer, at ledelsen hurtigt og effektivt kan styre ressourcerne i et felt, hvor man teknisk og markeds-mæssigt står stærkt. Selskabets aktiviteter kræver nemlig en stram styring (hands-on management).
- H+H har valgt at stoppe salg til industrisegmentet. Dermed satser man udelukkende på salg til privat boligbyggeri, hvor man kan levere produkter hurtigt, effektivt og i høj kvalitet.
- Det går fremragende i Storbritannien, hvor man vil modernisere en fabrik og optimere udnyttelsen. Der meldes om fremgang i salget i alle geografiske områder bortset fra i Rusland. Aktiviteten i dette land fastholdes, idet der på sigt er en stor upside i Rusland, der er præget af gammelt byggeri. Det kan tage tid før de politiske forhold i landet ændres og ny fremgang kan begynde. Før eller siden vil der opstå et byggeboom i Rusland, da behovet for tidssvarende boliger er enormt. H+H er klar til at tage sin del heraf.
- Gælden er under kontrol og giver ledelsen handlefrihed. Soliditeten er fortsat lav og skal forbedres yderligere.
- Efter vores mening håndterer H+H den hårde konkurrencesituation på en professionel måde. De iværksatte tiltag gør selskabet konkurrencedygtigt, selv om der er hård kamp om kunderne. Den største risiko er negative udsving i byggeaktiviteten. I år er der et særlig risikoaspekt angående den velkørende forretning i Storbritannien på grund af folkeafstemningen om landets fortsatte EU-medlemskab, der afholdes 23-06.

Aktuel Kurs: 74

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 799 mio. kr.

Antal aktier: 10,8 mio. styk

Næste regnskab: Q1 den 19-05-2016



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

H+H forventer en omsætningsfremgang på 3-4%, et EBITDA-resultat før særlige poster på 190-210 mio. kr. og investeringer på 80 mio. kr. i 2016. Prognosen forudsætter uændrede valutakurser på niveau med medio marts, energi- og råvarepriser der følger inflationen, geopolitisk ro og at der opnås de ventede besparelser fra Excellence programmerne. Langsigtede finansielle mål er en EBIT-margin på mindst 6-8% (før 6%) og en afkastningsgrad på over 12% (før mindst 10%).



Anbefaling:

Kort sigt: Hold (før: Køb)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 70-80 (før 55-65)

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 75-85 (før 65-80)

Tidligere anbefaling: Køb/Køb ved kurs 57 den 02-09-2015

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj 90 / Lav 53

Muligheder

Selskabet er kommet godt igennem dets turnaround, og opkøbet i Polen er succesfuldt blevet integreret. Stigende aktivitet i byggesektoren vil føre til højere salg og indtjening. Der er en betydelig upside i Polen, hvor vi ser mulighed for stigende salgspriser og højere indtjening efter en reduktion af kapaciteten. Rusland rummer på sigt store muligheder. Selskabets stærke markedsposition indebærer styrke fremadrettet i indtjening, og det giver en væsentlig goodwill værdi, såfremt en opkøbssituation skulle opstå.

Risici

Konkurrencen er intens. Salget afhænger af udviklingen i det private nybyggeri, og bortset fra i Storbritannien spejdes der fortsat efter markant fremgang. Beslutning om udvidelse af produktion i UK indebærer øget risiko (og Upside). Trods ny kapital er selskabet fortsat finansielt svagt funderet med en lav egenkapitalandel (21 %). Rusland udgør en særlig risikofaktor. H+H er eksponeret mod udsving i valutakurserne på GBP, RUB og PLN.

Facts om H+H

- H+H udvikler, producerer, sælger og distribuerer porebetonprodukter (gasbeton) og –løsninger til privat boligbyggeri. Produkterne anvendes primært til nybyggeri og i mindre grad til renoveringsopgaver. Produktet virker 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 lande i Nordvesteuropa og Østeuropa. Markedspositionen er stærk de pågældende steder, og selskabet er den næststørste producent i Europa. Ønsket er samlet set at være nr. 1 i de lande, hvor man driver virksomhed.
- Salget udføres i Benelux, Danmark, Sverige, Tyskland, Storbritannien, Polen og Rusland. Produktionen udføres på seks fabrikker i Polen, tre i Storbritannien, tre i Tyskland og en i Rusland. Danmark og Benelux forsynes fra de tyske fabrikker, mens Sverige forsynes fra fabrikkerne i Tyskland og Polen.
- Aktiviteterne er opdelt i Vest- og Østeuropa, der i 2016 stod for hhv. 78 og 22 % af omsætningen, mens EBITDA-resultatet fordelte sig med hhv. 90 og 10 % i de to geografiske områder.
- Hovedkontoret er placeret i København, og organisationen er meget smal. Virksomheden drives ud fra en "One company" struktur for at udnytte fælles kompetencer og styringskraft bedst muligt. De enkelte datterselskabers fabrikker søges samordnet, og nye tiltag kan hurtigt rulles ud i alle landene med denne struktur. Ledelsen følger prisforholdene tæt, og qua den lille organisation i topledelsen 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 1.034 medarbejdere sidste år mod 866 året før. Udvidelsen skyldes købet af Grupa Prefabet i Polen.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2015: H+H havde 3.676 navnenoterede aktionærer svarende til 76,6 % af aktierne, heraf 173 udenlandske. Der er således relativt mange ukendte aktionærer. ATP og Nordea Funds Management er opført som storaktionærer med over 5 % ejerandel.

2015: Det bedste år for H+H siden Finanskrisen. Turnaround proces er succesfuldt afsluttet

Købet sidste år at polske Grupa Prefabet viste med det samme den ønskede effekt. Integrationen blev effektueret hurtigt og ti fabrikker (fem H+H fabrikker og fem tilkøbte) blev reduceret til seks. Kapaciteten blev dermed reduceret, hvilket straks medførte en gavnlig effekt på produktion og salgspriser, ligesom der blev opnået besparelser. Flere års trend med underskud i de polske aktiviteter blev dermed vendt, idet der i 2015 blev opnået et mindre overskud her.

Rusland er fortsat et smertensbarn, hvor svækkelsen af den russiske Rubel og en svag efterspørgsel samlet trak ned i resultatet. Russisk økonomi er hårdt presset som følge af vestlige sanktioner og den lave oliepris. H+H fastholder dog sin produktion og aktivitet i landet, der rummer en meget stor Upside, når der sker en vending i landets økonomi. Men hvornår - og hvordan bliver forløbet frem til et opsving? Umiddelbart tegner det til at kunne vare flere år, men skindet bedrager formentlig. Det kan hurtigt ændre sig. Det er nemlig et faktum, at 80 % af alle boliger i Rusland er bygget i "sovjettiden" (før 1995), hvorfor der kan komme et boom i efterspørgslen, når russisk økonomi igen vender opad og opnår momentum.

Bortset fra i Rusland har H+H oplevet fremgang på alle markeder. Bedst går det i Storbritannien, hvor der er en stor byggeaktivitet, hvilket delvist skyldes regeringens "Help to Buy" program med subsidierede boliglån. Selskabets fabrikker i landet kører med en kapacitetsudnyttelse på over 90 %. Stigningen i værdien på GBP har også bidraget til en markant fremgang i indtjeningen fra dette geografiske segment, men nu svækkes GBP atter på grund af Brexit-frygt. Endvidere er selskabet blevet begunstiget af lavere udgifter til pensionsordninger. H+H forventer fortsat fremgang i Storbritannien, hvorfor fabrikken i Borough Green skal udvides. Det sker for at fastholde selskabets førende position i landet. Udvidelsen forventes først at være færdig i H1 2018.

Energiudgifterne (primært naturgas) svarer til ca. 10 % af omsætningen, og på dette punkt har man siden sommeren 2014 nydt godt af faldende priser. Cement er også en vigtig ingrediens, der står for ca. en tredjedel af produktionsomkostningerne svarende til andre 10 % af omsætningen. Excellence programmet for driften gav i 2015 de ønskede besparelser.

2015 blev derfor et særdeles godt år for H+H. Salget voksede organisk med 9 % til 1.621 mio. kr. Særlige poster var sidste år positive med +50 mio. kr., hvilket skyldtes indtægter fra salg af jordbesiddelser, modtaget badwill (rabat) ved tilkøbet i Polen mv. Processen med frasalg af overflødige aktiviteter fortsætter i år. Før de positive særlige poster endte EBITDA på 182 mio. kr. og oversteg dermed

selskabets prognose på 170-180 mio. kr. EBIT-margin før særlige poster var 5,0 %. Afkastet på den investerede kapital før særlige poster blev på 10,3 %. Gælden er blevet nedbragt til 445 mio. kr. svarende til 2,4x EBITDA før særlige poster. Omkring gælden skal det nævnes, at den ultimo 2015 var sammensat med 5 % i GBP, 5 % i EUR, 13 % i polske Zloty og hele 77 % i DKK. Da indtægterne kun i begrænset omfang opnås i DKK, er der en skævvridning i sammensætningen, hvilket principielt (men næppe i praksis) udgør en risikofaktor. Overordnet er vi i lighed med ledelsen tilfredse med de opnåede resultater i 2015.

For 2016 forventer ledelsen en organisk salgsvækst på 3-4 %, et EBITDA-resultat før særlige poster på 190-210 mio. kr. og investeringer på 80 mio. kr. I 2014 opstillede ledelsen langsigtede mål for koncernen. I forbindelse med årsregnskabet skruer ledelsen op for ambitionerne, idet der nu ønskes en EBIT-margin på mindst 6-8 % mod før 6 % (niveauet 5 % opnået i 2015). Afkastningsgraden ROIC ventes nu at andrage mindst 12 % mod før mindst 10% (10,3 % opnået i 2015).

Markedssituationen

I 2015 besluttede H+H at stoppe salg til industrisegmentet. Det vil fremadrettet simplificere produktionen i Tyskland og forbedre omkostningsstrukturen. Imidlertid medfører det som konsekvens fuldstændig afhængighed af det private nybyggeri, hvor der opnås bedre marginer end i industrisegmentet. Med denne beslutning gør H+H sig endnu mere smal og reelt også mere sårbar mod udviklingen i det private byggeri. H+H fokuserer på sin ene produktkategori, hvor man samlet set ønsker at blive nr. 1 på de markeder, hvor man er aktiv. De primære konkurrenter som Xella, Forterra og LSR Group satser bredere på flere produktkategorier. Generelt er markedet for produktion af porebeton fortsat præget af overkapacitet, om end balancen er blevet forbedret betydeligt. Ledelsen betegner markedet som volatilt med en uforudsigelig efterspørgsel. Udefrakommende faktorer som økonomisk vækst, inflation, statslige tilskud, kapaciteten i branchen, urbanisering og generel efterspørgsel er forhold, som man konstant skal tilpasse sig. Internt imødegås disse udfordringer ved styring ud fra "One company" tankegangen. Ideen er at overføre en succes fra et land til et andet, at klare fuld kapacitetsudnyttelse i et land via produktion i andre lande, en stram styring af kapaciteten på de forskellige fabrikker, fleksibilitet, stram omkostningskontrol og indførelsen af Lean styret produktion. Sidstnævnte igangsættes som et pilotprojekt i Tyskland i løbet af i år. Styrken hos H+H er selskabets topstyring, der giver mulighed for hurtig tilpasning. Vigtigst er dog, at selskabets produkter er nemme at arbejde med for kunderne (motto: Build with ease), at de er præget af høj kvalitet og at de kan sælges til konkurrencedygtige priser.

Produktmæssigt er H+H godt positioneret med fokus på produktion og salg af et godt og smalt sortiment inden for porebeton. Man er specialiseret og udbyder produkter, der giver mulighed for høj effektivitet og dermed lave lønudgifter ved montagearbejdet på byggepladsen, hvilket sikrer konkurrencedygtige priser til gavn for salget. Ud over standardvarer tilbyder H+H også kundetilpassede løsninger, hvor der er fokus på anvendelse af IT som værktøj i planlægningsfasen. Man rykker tættere på kunderne lige fra starten og kan opbygge værdi via sådanne relationer, der giver gevinst for begge parter. Det er en vigtig Win-Win parameter i konkurrencen.

Branchen er meget konjunkturfølsom, og højkonjunktur afløses af perioder med lav aktivitet - og modsat. Udviklingen fra land til land er blevet mere ensartet, men Storbritannien adskiller i disse år sig fra resten af EU. Her har man et højt salg takket være et byggeboom. Tempoet i Storbritannien kan næppe fastholdes på det ekstremt høje niveau på langt sigt, men omvendt er der meget som indikerer mulighed for fremgang i byggeriet i de andre lande: Benelux, Sverige, Danmark, Tyskland og Polen. Rusland er derimod udsat for dybe problemer som først skal overstås, men det udgør faktisk en positiv joker på langt sigt efter en sådan kovending.

I 2016 vil selskabet fortsætte arbejdet med at forbedre lønsomheden og nedbringe gælden. Det går fremragende i Storbritannien, men her kan der opstå uventede problemer, hvis Brexit-spørgsmålet formår at afspore økonomien. På det polske og tyske marked skal der skabes vækst og en forbedret udnyttelse af kapaciteten. H+H vil forsøge at hæve priserne, men da man ikke her er markedsleder, vil succes med dette projekt afhænge af, om konkurrenterne også vil hæve priserne. Forholdet mellem volumen og pris får stor betydning.

H+H er et godt langsigtet køb

Internt gør H+H mange ting rigtig godt. Synergier udnyttes på tværs af landegrænserne, produktiviteten forsøges forbedret ved styring af ressourcerne, og omkostningerne styres stramt. Ideen med at indføre Lean i produktionen i Tyskland (og senere i resten af koncernen, hvis det giver succes) er endnu et tiltag for at forbedre effektiviteten. Produktmæssigt er man i front med enkle produkter, der er nemme at arbejde med. Endvidere fortsætter arbejdet med frasalg af visse aktiver for at reducere gælden og nedbringe balancen.

Det kræver stram styring fra ledelsens side for at holde selskabet i de udstukne spor. Udefrakommende forhold, som selskabet ikke har indvirkning på, kan fra tid til anden ændre kundernes efterspørgselsmønstre. Der er stor forskel på salgets udvikling fra land til land. For tiden nyder man godt af et byggeboom i Storbritannien, og det kan formentlig fortsætte, da regeringen fastholder sit støtteprogram kaldet "Help to buy". Brexit-afstemningen er dog en ukendt trussel. En klar og praktisk udfordring er, at man er nødt til at udvide en fabrik i

landet, hvilket sker kun et år efter, at man omvendt måtte reducere kapaciteten et helt andet sted, nemlig i Polen. Det er dyrt at geare op i et land og reducere kapaciteten i et andet, men sådan er strukturen i branchen, idet transportudgifterne skal tages i betragtning. Den moderne fabrik i Skt. Petersburg blev opført umiddelbart før Finanskrisen uventet brød ud, mens man fortsat troede på fremgang i dette store land. Sådan gik det ikke. Vi tror dog, at ledelsen har så godt styr på tingene, at udvidelsen i Storbritannien på langt sigt vil blive en profitabel investering. Projektet udføres angiveligt roligt frem mod 2018, og driften søges optimeret for at klare det store behov.

Sidste år meldtes der om fremgang på alle markeder - bortset fra Rusland. Alle virksomheder med aktiviteter i dette land er påvirket af den økonomiske nedgang. En hurtig løsning på udfordringerne er ikke i sigte, men vi er positive over, at selskabet fastholder sin produktionen i landet. Af årsregnskabet fremgår det, at 80 % af alle boliger i landet er opført før 1995. Det vil før eller siden føre til et byggeboom i landet, der har tradition for at anvende porebeton i mange byggerier. Rusland er for tiden et smertensbarn, men på sigt rummer det et stort potentiale. Den bogførte værdi af anlægsaktiverne i Rusland udgør 124 mio. kr.

Den proaktive beslutning om køb af Grupa Prefabet i Polen og nedlukning af i alt fire fabrikker har givet den ønskede effekt med et bidrag til EBITDA sidste år på +10 mio. kr. Arbejdet med at forbedre lønsomheden på det vigtige polske marked fortsætter, og målet er at opnå en overskudsgrad (EBIT) på 6 % i 2018 på aktiviteterne i dette land. Det anser vi som opnåeligt.

Selskabet er klar til at nyde godt af et opsving i byggesektoren, og kapaciteten til at klare en væsentlig stigning i efterspørgslen er til stede. Strategiplanen "Creating value through profitable growth" har som mål at genskabe rentabiliteten ved hjælp af interne opstramninger og effektiviseringer. Det er desuden et mål at kunne øge markedsandelen via stigende salg, og man vil fortsat reducere bankgælden. Finansielt har H+H ro omkring bankgælden frem til 15-02-2018. Man har således tid og råd til at vente på et sandsynligt opsving i byggeriet i Nordeuropa. På længere sigt er det planen at øge salget ved udvikling af forbedrede produkter og løsninger inden for anvendelse (og i selve produktionen) af porebeton. H+H er dybt loyal over for sit fremragende produkt, og derfor vil man udnytte sit virkefelt så opfindsomt som muligt.

For 2016 estimerer vi et nettooverskud på 65 mio. kr. Dermed forventer vi, at de gode takter fra 2015 kan fortsætte og ikke vil blive saboteret af Brexit-afstemningens udfald. P/E for 2016 (74/6) kan estimeres til 12,3. Kurs/indre værdi forholdet højt med (74/24) 3,1, hvilket må tilskrives goodwill-værdien af H+H's markedsposition og positive fremtidsudsigter. Aktien er imidlertid helt afhængig - og derfor meget følsom - over for driftens forløb (EBIT resultatet), da det er her den gode performance skaber værdi med det engelske datterselskab i spidsen. Efter en optur i aktiekursen fra 57 til 74 på små fem måneder sænker vi derfor vores kortsigtede anbefaling til Hold. På længere sigt er der grundlag for yderligere kursfremgang og anbefalingen Køb. Det kræver dog, at der kommer rigtig gang i nybyggeriet i de andre lande, hvor H+H er aktiv. I længden kan byggeboom'et i Storbritannien ikke alene trække udviklingen.

Regnskabstal

mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	1.310	1.322	1.260	1.380	1.621	1.700
EBITDA	91	86	94	137	182	210
EBIT	-10	15	6	45	80	110
EBT	-53	-29	-37	1	94	85
Nettoresultat	-118	-82	-92	-23	39	65
Balance	1.581	1.393	1.293	1.217	1.246	1.250
Nettogæld	629	539	532	517	445	350
Immaterielle aktiver	135	88	80	96	66	60
Materielle aktiver	1.038	961	883	769	842	825
Egenkapital	553	418	294	152	255	320
Antal ansatte	1.084	1.001	885	866	1.034	1.000
EPS	-13	-8	-10	-2	4	8
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	56	43	30	16	24	30
EBIT margin %	NA	1,1	0,5	3,3	5,0	6,5
Egenkapitalforrentning%	NA	NA	NA	NA	19,3	22,6
Egenkapitalandel %	35	30	33	12	20	26



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.