

Selskabet er atter i fin form, og en lav aktiepris gør H+H til en gunstig, langsigtet købsmulighed. Den uafklarede Brexit-sag giver dog stadigvæk risiko på kort sigt.

- Udvidelsen i 2018 med køb af to selskaber inden for produktion af kalksandsten i Tyskland, Schweiz og Polen åbner nye vækstmuligheder som supplement til gasbeton. H+H skal dog først prøve at forny brugen af dette byggemateriale. Prisen for de to opkøb må anses som gunstig, så rentabiliteten burde blive høj. Vi forventer flere tilkøb i dette nye segment.
- Udfordringen for ledelsen er at optræde som en bedre ejer end sælgerne, CRH og HeidelbergCement. Ledelsen skal sparke nyt liv i et gammelt produkt og opnå synergi i salgsindsatsen for de to produkter. Konsolidering + ny vækst er det finansielle tema.
- Overordnet har H+H lagt de hårde år med svag økonomi bag sig, og man er atter herre i eget hus. Der er netop indgået en ny bankaftale for tre år frem, hvor man skifter fra Danske Bank til Nordea.
- Storbritannien, Tyskland og Polen er de største markeder. I UK er regeringens "Help to Buy" program forlænget fra 2021 til 2023, og det vil kunne fastholde høj aktivitet. Brexit udgør dog en usikkerhedsfaktor. Afklaringen forventes senest 01-07. Jo hårdere Brexit, des større risiko for en økonomisk opbremsning i UK. Renter, boligpriser og GBP-valutakursen er i spil.
- Generelt er renteniveauet plus den økonomiske vækst og byggeriets omfang i Nordvesteuropa afgørende for H+H's udvikling.
- Strukturen hos aktionærerne er domineret af danske institutionelle investorer med 40 % (heraf ATP 13 %) og private med 30 %.
- Vigtige konkurrenter med hensyn til indervægge er selskaber som Xella, Tarmac, Forterra og Solbet.
- Konklusionen for aktien er langsigtet køb. På kort sigt blokerer Brexit-balladen, idet en total afsparing kan udløse et chok. Vi forventer et niveauskift i indtjening pr. aktie (EPS) i 2019 (herunder færre særlige udgifter) på hele +34 % til 11,7 kr. P/E(19E) kan derfor estimeres til kun 8,8. Indre værdi er 56, og denne egenkapital forrentes med 19 %. Betaling af udbytte kan genoptages i 2020, men ledelsen er interesseret i yderligere tilkøb, og det kan udskyde udbytterne. En top for det økonomiske opsving (men hvornår?) kan blive starten på nye samfundsmæssige vanskeligheder. Den tid, den sorg. Håbet og målet må være, at H+H til den tid er blevet så økonomisk robust, at man kan klare en fase med modgang uden at vakle.

Aktuel Kurs: 103

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 1.852 mio. kr.

Antal aktier: 17,98 mio. styk

Næste regnskab: Q1 den 13-05-2019



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Omsætningen forventes at stige 7 % (før tilkøb). EBIT indikeres til intervallet 270-320 mio. kr. Investeringer angives til ca. 160 mio. kr. En fabrik til kalksandsten ved Dresden er ved at blive overtaget. Yderligere tilkøb ønskes for at konsolidere den nye branche i de nuværende markeder. Brexit spørgsmålets udfald forventes at få begrænset betydning i 2019.

De langsigtede finansielle mål er blevet justeret opad til en EBIT-margin på mindst 11 % (før 8-10 %) og et afkast på den investerede kapital på mindst 12 % (uændret). Nettogælden må maksimalt udgøre 1-2 x EBITDA.

Anbefaling:

Kort sigt: Afvent Køb til Brexit afklares (før: Hold)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 90-125

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125-175

Tidligere anbefaling: Hold/Køb ved kurs 120 den 28-08-2018

Kursudvikling siden 2012:



Høj / lav seneste 12 måneder: Høj 126,6 / Lav 92



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 porebetonprodukter (gasbeton) og –løsninger samt kalksandsten til byggeri. Produkterne anvendes primært som indervægge i nybyggeri og i mindre grad til renoveringsopgaver. Gasbeton virker isolerende mod både kulde, varme og lyd, ligesom det er mere robust ved brand end de fleste andre materialer, der kan anvendes 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 lønudgift ved opstillingen, hvilket er vigtigt i byggebranchen.
- Kalksandsten er en ny satsning, som H+H engagerede sig i ved købet af Grupa Silikaty i Polen (købt fra CRH i juli 2017 men først overtaget pr. 04-04 2018) og HDKS (købt fra HeidelbergCement 14-12-2017 og gennemført 28-02 2018). Prisen cash for de to selskaber var samlet på 844 mio. kr. (Economic Value). Yderligere en fabrik ved Dresden er ved at blive overtaget (rettigheder til råstofudvinding skal dog først godkendes). Kalksandsten er meget anvendt som byggemateriale i Centraleuropa (Tyskland, Tjekkiet, Polen og Holland), herunder i etagebyggeri som indervægge. Målet med udvidelsen af produktpaletten med kalksandsten er at opnå synergi i salget og styrke stillingen i Centraleuropa samt herved at reducere betydningen af den store forretning i UK. Desuden forbedres styrken over for kapitalstærke konkurrenter. Selskabet omtaler nu også mulighed for tilføjelse af andre byggematerialer som supplement. Stordrift som leverandør skal være ideen ved en eventuel ny udvidelse.
- Aktiviteterne foregår i en række lande i Nordeuropa. Markedspositionen er stærk, og der satses målrettet på at oparbejde en fremtrædende position i de enkelte lande. Samlet fremstår H+H som den næststørste producent af porebetonprodukter i Europa.
- Salg af porebeton finder sted i Danmark, Sverige, Finland, 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, i alt 13 anlæg. Den samlede årlige produktion udgør over 3 mio. m³ 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, hvor fabrikkerne overtages. I Polen har H+H overtaget 7 kalksandstensfabrikker. En helt ny fabrik opføres i Gdansk ved siden af en gasbetonfabrik. HDKS havde sin aktivitet i Tyskland, hvor der er 7 fabrikker. Yderligere en er på vej ved tilkøb (Dresden). Schweiz er et nyt H+H-marked, idet købet inkluderede en fabrik her. Samlet har man derfor 15 anlæg til disse produkter med 2 mere på vej. 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. Samtidig styrker det H+H's position som leverandør til byggesektoren.



- Aktiviteterne er opdelt i Vest- og Østeuropa med en fordeling af salget på 72/28 % i 2018. Østeuropa har fået lidt større vægt efter opkøbet i Polen. Den vigtigste forandring fra udvidelsen med kalksandsten er en forskydning internt i Vesteuropa, hvor Tyskland fremover vil veje tungere og dermed reducere andelen for det hidtil største marked, UK. I 2017 udgjorde UK 43 % af omsætningen, men i 2018 faldt tallet til 32 % (fuld vægt vil reducere det til knapt 30 %). Valutarisk vil det give større stabilitet.
- 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 landene med denne struktur. Toplevelsen følger direkte med i prisforholdene, og qua den snævre organisation kan H+H hurtigt tilpasse sig ændringer i afsætningen og konkurrenceforholdene ("hands on" linje).

- Direktionen består af CEO Michael Troensegaard Andersen (født 1961). Peter J. Jørgensen overtager posten som CFO senest i juni, idet Ian L. Perkins (født 1965; tidligere chef i UK) ønsker at fratryde. Kent Arentoft (født 1962) er formand for bestyrelsen.
- Selskabet beskæftigede i gennemsnit 1.651 medarbejdere sidste år (2017: 1.062). På hovedkontoret i Danmark er der ca. 10 ansatte. Udgiften til medarbejdernes løn, pension mv. svarer til 19,4 % af omsætningen.
- Pr. 31-12-2018 havde H+H i alt 5.337 (2017: 4.234; 2016: 3.919) registrerede aktionærer, der ejede 84 % af aktierne. Der er kun 199 fra udlandet blandt af de registrerede aktionærer. Der er dog en relativ stor andel placeret hos ukendte aktionærer (16 %). Danske institutionelle investorer ejer 40 %, og private danske investorer 30 %. Kendte store ejere er: ATP 13,0 %, Handelsbanken Fonder 7,2 %, HSBC 5,7 %, Nordea Funds Management 5,4 %.
- For at finansiere tilkøbene gennemførtes i juni 2018 en stor aktietegning med et provenu på netto 504 mio. kr. Tegningsforholdet var 2 nye aktier til kurs 73 for hver 3 gamle aktier. Antallet af aktier blev herved udvidet fra 10,8 mio. til 17,98 mio. styk. På samme tid opnåede H+H både en markant styrkelse af sin egenkapital og finansiering af de to store tilkøb (pris: 844 mio. kr.).



Gasbeton-aktivitetens udvikling

Virksomheden nyder gavn af et stabilt og højt aktivitetsniveau i byggesektoren i landene i Nordeuropa. Indtil videre har man undgået en afsporing på det vigtige engelske marked i kølvandet på Brexit-folkeafstemningen. En afklaring heraf er fortsat ikke fundet, men påregnes opnået med 30-06 som ny tidsfrist.

Det afgørende punkt for byggeaktiviteten i hele Europa er renteniveauet. Ekstrem lav rente og lempelig accept af låntagere hos banker og selskaber med udlån i fast ejendom presser priserne opad på boliger. Det åbner plads til nybyggeri i stor stil - ofte med et højt prisniveau pga. attraktiv placering og ønske om høj kvalitet. Markedet trækkes op af et boom i High End segmentet og storbyerne. Hertil kommer opretholdelse af ordninger med positiv behandling af nybyggeri for at fremme unge familiers adgang til boliger med en god standard. I UK er en støtteordning blevet forlænget fra 2021 til 2023, hvilket giver mulighed for fornuftig planlægning i byggefirmaerne.

For H+H er det en udfordring, at væksten er størst i storbyerne, hvilket indebærer høj andel af etagebyggeri. Anvendelsen af gasbeton er mere udbredt i tæt-lavt byggeri. Hele udviklingen på boligmarkedet starter oppefra og breder sig så nedad angående beliggenhed, kvalitet og pris. Da storbyerne allerede er udbyggede kommer nye projekter i vid udstrækning til at være dikteret af grundarealerne og dermed mange og varierende byggeprojekter. Ved seriebyggeri kan man ellers opnå en betydelig lavere pris pr. kvadratmeter, og her står gasbeton meget stærkt som et velegnet materiale til indervægge og skillerum i tæt-lavt byggeri (eksempelvis typehuse).

Udvidelse af den geografiske dækning indgår også i vækstplanerne. Kernepunktet er at kunne udnytte de eksisterende store fabrikker endnu bedre. Udgiften til transport må accepteres til fordel for høj kapacitetsudnyttelse samtidig med, at man begrænser investeringerne i anlæg. Udvidelsen i 2018 af kapaciteten med 20 % på Borough Green fabrikken i UK er således en undtagelse fra den normale situation og må ses som en regulær nødvendighed. Man prøver at holde på gode kunder, som ville kunne styrke konkurrerende leverandører.

Der er konstant konkurrence fra andre byggematerialer, og på det punkt søger man at udnytte fordelene ved gasbeton omkring let montage, gode produktenskaber og konkurrencedygtige priser for selve produktet. H+H satser hele tiden på at lade gasbeton løsninger fremstå som interessante og let anvendelige både under det forberedende projekt-/tegnarbejde og ved selve udførelsen med opstilling af bygge-elementer og brug af blokke. Man er derfor ligeledes med i udvikling af it-løsninger (BIM), hvor projektudvikleren let kan simulere gasbeton-løsninger - og forhåbentlig herudfra vælge at benytte netop de materialer, som H+H tilbyder.

Forretningens udvikling er generelt god, men der er betydelige forskelle fra land til land. UK klarer sig fortsat godt, og regeringens "Help to Buy" program frem til 2023 har stor indflydelse på efterspørgslen. Kursfaldet på GBP efter Brexit-folkeafstemningen i 2016 har imidlertid påvirket værdien omregnet til DKK, og effekten har været væsentlig, da det også omfatter datterselskabets egenkapitalværdi. Det danske marked viser en god udvikling. Man ekspanderer ind i Benelux-landene med salg af produkter fra fabrikkerne i Tyskland. Sverige er ikke noget stort marked, da der her er tradition for at benytte træ i videst mulig udstrækning. Polen er inde i en stærk udvikling drevet af gode konjunkturforskel, og H+H's udspil med opkøb af Grupa Prefabet i 2015 for at styrke positionen og dæmpe konkurrencen

er lykkedes. Rusland (Skt. Petersborg området) er havnet i en klemme, men efterspørgslen er angiveligt god. Her er H+H tvunget til at klare sig så godt som muligt og blot vente på bedre tider. Indtjeningen fra Rusland rummer derfor en upside-chance – men den er aldeles usikker og derfor langsigtet i sin natur. Vi opfatter fabrikken som et russisk brohoved, der en dag kan blive afsæt for en ny, storstilet ekspansion i det store land. Behovet for nyt byggeri i Rusland er nemlig enormt. Ledelsen omtaler i 2018-regnskabet, at der foreligger muligheder for opkøb, men det siges samtidig, at man kun vil satse beskedne beløb på sådanne akkvisitioner. Risikoen er alt for stor.

Byggeriet er altid udsat for store påvirkninger fra konjunkturudviklingen, men i det nuværende forløb med stabilisering efter et opsving har der været udvist stor evne til at absorbere stigende volumen, før priserne er begyndt at blive hævet. Udbyderne har kunnet øge deres output fra et lavt udgangsniveau, men denne buffer-mekanisme er nu ved at være udtømt. En anden prisdæmpende faktor kom fra olieprisens kollaps i sommeren 2014, som reducerede denne udgiftspost markant. Nu går det så atter den anden vej, idet input-priserne hos H+H i 2019 forventes at stige kraftigere end inflationen, hvilket især må formodes at gælde energi og cement. Derfor er der behov for at forhøje salgspriserne i år, og det skal helst klares uden nedgang i afsætningen med skift til brug af andre byggematerialer. Der findes nemlig en struktur med adgang til alternative materialer som beton, mursten, gipsplader eller plader af træmateriale. I praksis er der dog ikke fri adgang til skift af materiale, da valget er fastlagt i specifikationerne ved nybyggeri. Det er derimod næsten helt frit for private "gør-det-selv" folk ved reparationer, og det gælder ligeledes ofte ved egentlige ombygningsprojekter.

Konkurrencemæssigt søger H+H at opnå en ledende stilling i sine markeder, og der bruges efterfølgende kræfter på at udvide i lande inden for rækkevidde fra fabrikkerne, som eksempelvis Benelux. Markedspositionen er førende i UK og Polen, men generelt vurderer man sin stilling som værende nr. 2 i Europa inden for gasbeton. Målt i absolut størrelse er H+H dog en lille virksomhed inden for byggematerialer i dette virkefelt set i et bredere perspektiv. De to største konkurrenter i UK er Tarmac og Forterra, mens det i Tyskland drejer sig om Xella, og i Polen ligeledes Xella samt Solbet.

Udvidelsen i 2018 med kalksandsten som nyt produktområde

Tilkøbet i 2017/18 af 15 fabrikker med produktion af dette byggemateriale repræsenterer et helt nyt virkefelt for H+H. Det ligger tæt op ad gasbeton både mht. input af råmaterialer og i anvendelsen, dvs. rent teknisk og markeds-mæssigt (konkurrencen). De polske aktiviteter fik man på særdeles gunstige betingelser, og med den stærke position i dette land inden for gasbeton står H+H nu i en fremtrædende rolle som leverandør af byggematerialer til indervægge mv. Den efterfølgende aftale et halvt år senere om køb af HeidelbergCement's tysk-schweiziske produktion af kalksandsten måtte man derimod betale en mere normal men stadigvæk fair pris for. Som følge af langsom behandling af godkendelsen i Polen overhalede den tyske transaktion dog den polske med en måned i effektivering. HDKS indgår derfor i H+H's 2018-regnskab med 10 måneder, mens det polske selskab kun indregnes med 9 måneder. Omsætningen i 2019 vil derfor af sig selv blive lidt højere. Rationalet i udvidelsen af virkefeltet med et tilgrænsende men anderledes byggemateriale må ses som udnyttelse af en gunstig mulighed, der dukkede op. H+H har gennemført en stor kapitaludvidelse og anstrengt sine økonomiske ressourcer for at løfte denne interessante nye plan. Med købene opnår man større absolut format i forhold til konkurrenterne. Indtil videre har forløbet angiveligt været problemfrit, og nu skal det så vise sig, om H+H er en dygtigere ejer end forgængerne. Selskaberne er velkørende og indarbejdede på deres markeder med en ledende stilling, så vi forventer ingen udgift til "lærepenge" i denne nye branche.

Udvidelsen kostede netto et beløb på 844 mio. kr. Heri indgår goodwill med 111 mio. kr. og kunderelationer med 251 mio. kr. som de vigtigste immaterielle aktiver. Til sammenligning havde H+H forinden (ultimo 2017) en investeret kapital på 986 mio. kr., men dette tal er udtryk for bogføring af historiske data uden hensyn til dagsværdi eller værdien af immaterielle aktiver (oparbejdet goodwill). Justeret for dette vurderer vi den nye satsning til at udvide selskabet med ca. 60 % i størrelse.

Produktmæssigt tilføjer kalksandsten styrke i form af et bredere sortiment af byggematerialer, og det åbner bedre adgang til salg rettet mod etagebyggeri, som fortsat påregnes at vokse kraftigere end tæt-lavt byggeri. Det skyldes strukturudviklingen med fokus på vækst i de større byer, hvilket forstærkes af centraliseringen af uddannelsesstilbud og jobmuligheder her plus generel øget interesse for at have adgang til gode fritidstilbud (sport, underholdning, kultur, omgangskreds).

Gasbeton har en veletableret markedsposition i low-rise byggeri (op til 4-5 etager), mens kalksandsten ofte benyttes i high-rise byggeri som skillerum og indervægge. Ideen er at kombinere udbuddet, og formentlig ønsker H+H vel i virkelighed at fremme udbredelsen af gasbeton i denne forbindelse. Let montage giver gasbeton fordele omkostningsmæssigt, og udførelsen af arbejdet er også hurtigere.

Nu skal H+H-ledelsen prøve kræfter med denne store opgave med ansvar som ejer, og der skal opbygges forståelse og greb om det hele. Der kommer næppe nogen decideret integration med H+H men en fortsættelse af selskabernes måde at drive forretning på. Fælles indsats omkring salg udgør en mulighed. Vi forventer ikke i første omgang forsøg på salg af kalksandsten i andre lande via eksport.

Væksten vil afhænge af udviklingen i byggesektoren. Her har Polen høj aktivitet, mens Tyskland udviser en mere træg udvikling.

Virksomhedens udvikling i 2018

2018 har været et godt år for koncernen med høj aktivitet og afslutning af flere vigtige projekter: købet af de to selskaber inden for kalksandsten og igangsættelse af drift efter udvidelse af kapaciteten inden for gasbeton på Borough Green anlægget i UK (+ 20 % i kapaciteten her). Egenkapitalen blev mere end fordoblet ved den store aktietegning i juni, og dermed formåede H+H på samme tid at gennemføre en stor ekspansion (+ 60 % i omfang) ind i et helt nyt produktområde og at få en styrkelse af selskabets størrelse uden fornyet gældsætning. Nettogælden voksede kun fra 460 til 525 mio. kr., mens egenkapitalen rykkede markant op fra 377 til 1.000 mio. kr. Gearingsforholdet Egenkapital:Gæld ændredes fra 1:1,2 til 1:0,5, altså en betydelig styrkelse.

Afsætningen af gasbetonprodukter er forløbet godt i de fleste lande, og man fik dækket behovet i UK ved import fra Polen. Det har dog påvirket indtjeningsbidraget med denne nødløsning, hvor det gjaldt om at holde på kunderne, indtil den udvidede fabrik var klar. Der var nemlig også tale om lavere output i en periode. Især i Polen er der bred fremgang og stor tilfredshed med udviklingen. Interessen er stor hos private for at bygge tidssvarende boliger til afløsning af byggeri fra Sovjettiden, altså en form for fri, markedsdrevet sanering.

Et positivt træk er værd at hæfte sig ved. Det er – indtil videre – lykkedes at holde en god balance blandt industriselskaberne inden for fremstilling af byggevarer. Selskaberne ser ud til at stile efter stabile markedsforhold for at kunne opretholde høj indtjening og undgå overkapacitet, som hurtigt kan udløse priskonkurrence ved en opbremsning i økonomien. Fabrikkerne prøver at optimere deres output og forbedre de eksisterende anlæg uden at udvide kapaciteten med nye, dyre fabrikker. Der er heller ikke negativt pres fra import fra østeuropæiske lande, da der her er god gang i aktiviteten de fleste steder. H+H ser ud til at medvirke til at skabe disciplin i markedet og har klart fordel af denne situation. Bortset fra den færdiggjorte udvidelse på Borough Green ligger investeringerne på et lavt niveau.

Fra det nye virkefelt med kalksandsten er der ikke fremkommet store udmeldinger, og heldigvis er der tale om selskaber, som kan drives videre i den gældende ramme uden behov for drastiske indgreb eller omlægninger. For topledelsen er det et nyt marked, og derfor træder man varsomt i starten. Det igangværende forløb med overtagelse af endnu et selskab med en fabrik placeret ved Dresden viser, at H+H ønsker at udvide endnu mere i dette segment. Sælgeren (51 % andel) er også her HeidelbergCement. De to parter synes begge at kunne se fordele i denne strukturændring på det tyske marked inden for færdige byggematerialer.

Udsigt for udviklingen i selskabet og aktiens forhold

Selskabets stilling er atter god med godt greb om markedet inden for gasbeton i de lande, hvor man driver forretning. Med en placering blandt de absolut førende leverandører (Nr. 1-3) og et godt produktsortiment er der et robust grundlag med mulighed for at opnå høj indtjening. Opgaven indenfor gasbeton består i at optræde i rollen som kerneudbyder og markedsleder i de vigtigste lande (UK, Polen, Tyskland og Danmark) og udvide markedsandelen i de tilstødende lande via eksport. Man må derfor acceptere udsving i efterspørgslen, hvis der opstår en situation med afmatning, usikkerhed og nervøsitet. Her udgør UK en dybere og muligvis alvorlig udfordring, idet det høje aktivitetsniveau kan blive ramt af en opbremsning eller et direkte afbræk, hvis Brexit ender med en abrupt form for choksituation ved et "hårdt Brexit". I kraft af en stærk markedsposition og produktion placeret i UK fordelt på tre fabrikker burde man stå godt i forhold til konkurrenterne, der er afhængig af import. Men andre former for lokalt fremstillede byggematerialer udgør hele tiden en udfordring. Vægtandelen for UK er reduceret (udvandet) til ca. 30 % efter sidste års opkøb i Tyskland, Schweiz og Polen, hvilket reducerer risikoen

Kalksandsten er et nyt produktområde. Her skal H+H finde sin egen måde at angribe de nye muligheder på. Der er ikke fra starten lagt op til hverken store rationaliseringer med sammenlægning af fabrikker eller forsøg på ekspansion ind i andre lande via eksport eller opkøb. Sidstnævnte må dog helt klart påregnes, idet der kun er tale om en start inden for dette nye vareområde. Der skal ske meget mere, men styrken produktmæssigt og i fabrikationen skal først fremavles og sættes i system via produktudvikling før en ekspansion kan give bonus.

H+H nyder fordel af sin positionering i et segment med begrænset interesse fra de store koncerners side. Indervægge er grove og relativt tunge materialer. Prisen er vigtig. Fleksibel anvendelse i byggeopgaver med gode produkttegenskaber og let opsætning udgør trumfkortet for gasbetons vedkommende. Her fremstår kalksandsten i sin nuværende udformning indtil videre som et mere gammeldags produkt.

Produktudvikling bruges også for at fremme forretningen, og her er der en interessant vinkel angående projektering med brug af gasbeton i planlægningen og dermed udsigt til ordrer på levering efterfølgende. For bygherren er den samlede udgift relevant, hvilket også skal afdække forskelle mellem materialer omkring holdbarhed og evne til isolering (energiforbrug) ud over selve udgiften til indkøb af byggematerialet og prisen for opførsel på stedet. Det svenske børsnoterede selskab BIMobject tilbyder sådanne it-modeller, og denne udvikling er kun lige indledt. Kodeordet bliver vel også her: Bæredygtighed.

Udsigten for indeværende år er lovende. De to tilkøb vil indgå med fuld vægt og yderligere et opkøb (en fabrik placeret ved Dresden) er på vej til at gå i orden. Generelt må 2019 forventes at blive et år med høj aktivitet. Problemer med afmatning er ikke indtrådt, og effektiviteten i produktionen er god som følge af høj kapacitetsudnyttelse, herunder fuld drift på Borough Green fabrikken, UK.

Tyskland har pæn præstation men det er ikke fuld fart frem med kunder, som er ivrige for blot at få fat i varerne. Polen ser ud til at opleve mere fart med en form for lokalt boom. Selv i Rusland går det bedre, men her tør ledelsen ikke sende flere penge ind.

Ledelsens guidance for 2019 har positivt indhold, og man forventer ikke nogen afsporing i UK som følge af Brexit. Det er altså en "neutral" vurdering, hvor udfaldet formodes at kunne fastholde byggeaktivitetens omfang. Man er i ledelsen nødt til at varetage driften af sin forretning og håbe på det bedste for og i landet.

I vores skøn for 2019 regner vi med et udfald lidt over midten af ledelsens guidance mht. driftsresultatet (EBIT), der indikeres til intervallet 270-320 mio. kr. Vi vurderer udfaldet til at blive ca. 300 mio. kr. Der må også i 2019 forventes nogle særlige poster til tilpasninger men af beskeden størrelse. Skat beregner vi med en sats på 20 %. Selskabet ser ud til at blive belastet af betaling i de kommende år - selv om 2019 formentlig også kan slippe med en meget lav faktisk udbetaling (likviditetsbelastning). Det frie cash flow kan blive solidt med ca. +250-275 mio. kr. Vi har i estimatet indregnet køb af Dresden virksomheden i status ultimo 2019, men tilkøbet indgår ikke i resultatopgørelsen, da tidspunktet er ukendt, ligesom det er uklart, om H+H kun overtager andelen på 51 % eller hele 100 %.

Nettoresultatet forventer vi vil lande på ca. 210 mio. kr. Rentabiliteten beregnet som egenkapitalforrentning vil dermed blive på 19 %. Resultat pr. aktie vil ud fra dette estimat blive på 11,7 kr. (2017: 8,7 kr.). P/E(19E) ved kurs 103 kan derfor estimeres til kun 8,8 (103/11,7). Kurs/indre værdi forholdet ligger på 1,8 (103/55,6). Betaling af udbytte er endnu ikke genstartet, men det forventer vi for 2019 under forudsætning af et forløb uden problemer (en blød løsning på Brexit uden en abrupt økonomisk opbremsning i UK).

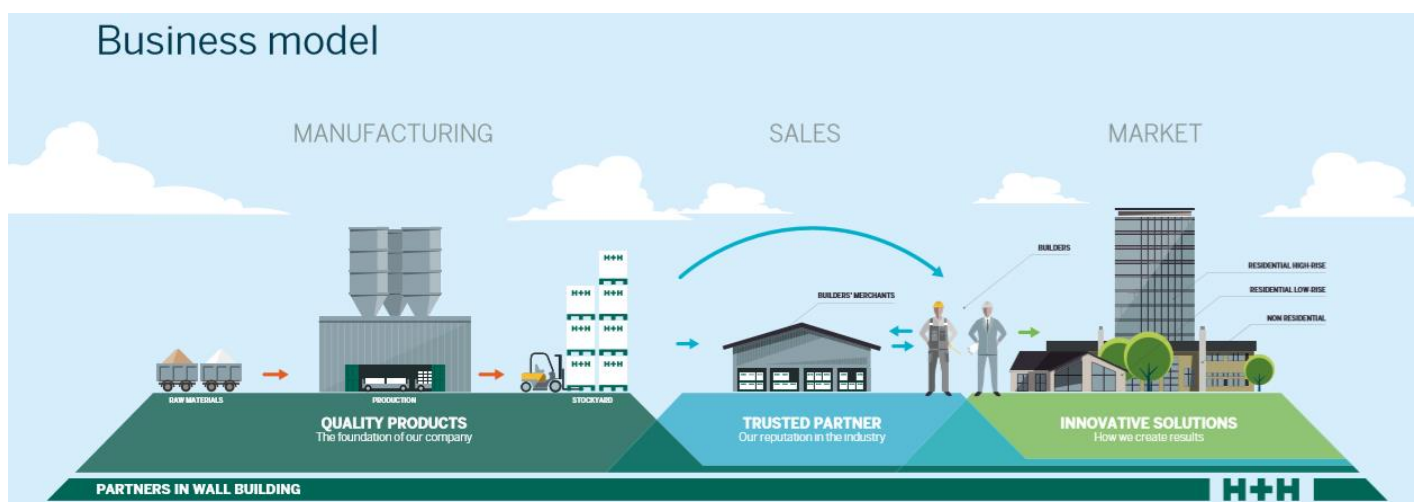
Afkastningsgraden fra driften før skat (ROIC) kan for 2019 ud fra vores estimat beregnes til 19 %. Målet er at præstere over 12 %. Normen for overskudsgraden (EBIT) ønskes at ligge over 11 %, og her forventer vi et tal på 11,3 %. De gode resultater udvises trods startfasen for kaksandsten-udvidelsen, der slet ikke har påbegyndt en mere dynamisk udvikling end de gamle ejere formåede. Der burde med andre ord være udsigt til stor fremgang for dette segment i de kommende år, og med høj rentabilitet er der god raison i at tage fat på vækst og opkøb.

Den øjeblikkelige situation her i april 2019 på aktiemarkedet kan for Europa's vedkommende beskrives som en pause med konsolidering efter en kraftig rebound i Q1. Det indtrådte efter en kraftig kursmæssig nedtur i andet halvår 2018. Bekymringerne var (og er fremdeles) en blanding af en situation med et kursniveau i nærheden af All Time High, trusler om handelskrig fra amerikansk side (primært mod Kina) og frygt for konjunkturedgang samt specifikke problemer omkring brancher som personbiler (indfasning af nye regler for udstødning) og banker. Hertil kommer Brexit, som ikke har haft stor betydning for aktiebørserne men er relevant for et selskab som H+H med stor aktivitet i UK. Byggeaktiviteten i den nordlige del af Kontinentet fastholder momentum – indtil videre.

Vi forventer en konstruktiv udgang på Brexit-balladen uden en hård adskillelse, der vil betyde risiko for omfattende negativ indvirkning på den engelske økonomi. For H+H ligger risikoen her i muligheden for en markant rentestigning i UK og herved negativ påvirkning af boligpriserne med følgevirkning i form af en nedgang i byggeriet. Hvis det går helt galt, kan H+H altså blive ramt i betydeligt omfang. Den indre styrke er heldigvis god. De andre EU-landes udvikling bliver derfor vigtig: rives de med eller kan skadevirkningen isoleres til UK?

Konklusionen for H+H aktien er, at der på kort sigt er usikkerhed af alvorlig karakter pga. Brexit. Aktien må anses for klart undervurderet på både kort og langt sigt, men her forhindrer den uafklarede Brexit-sag ideen om en kortsigtet optursmulighed. Hvis der fremkommer begrundet håb/formodning om en blød løsning uden en UK-katastrofeopbremsning, kan aktiens kortsigtede upside mulighed tage fart.

Afvent køb på kort sigt til Brexit er nogenlunde afklaret. Køb på langt sigt. Det er den samlede vurdering fra vores side.



Styrker – Svagheder – Muligheder – Trusler

Styrker: Selskabets styrke består i de velindarbejdede porebetonprodukter og en flad organisation, der kan handle hurtigt og tilpasse sig udviklingen i markedsforholdene. H+H's gasbeton er nem at arbejde med for håndværkerne, har høj ensartet kvalitet og tilbydes til konkurrencedygtige priser. Let montering ("Build with ease" er motto) udgør en styrke i salgsprocessen. Udvidelsen med tilkøb af kalksandsten er naturlig, da det komplementerer porebeton som et billigt og godt byggemateriale. Dækningen af markedet udvides, da kalksandsten benyttes til skillevægge i etagebyggeri. Kapaciteten på de nuværende fabrikker er velafbalanceret.

Svagheder: H+H har fortsat stor vægt i UK og dermed af udviklingen på det britiske marked, hvor en enkelt storkunde desuden er dominerende (19 % af koncernens omsætning svarende til 59 % af UK-salget). Brexit har indtil videre især belastet ved svækkelsen af GBP kursen. Pensionsforpligtelser for medarbejdere i Storbritannien kan på sigt rumme en risiko, da H+H over tid skal afdække differencen mellem aktiver og forpligtelser i disse ordninger. Udvidelsen af aktiviteten med kalksandsten vil til en vis grad konkurrere med porebetonen. Selskabet er konjunkturfølsomt (især nybyggeri af private boliger).

Muligheder: Indtjeningen forbedres fortsat fra effektiviseringer og øget kapacitetsudnyttelse. 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, og der er store vækstmuligheder i dette land. Rusland rummer enorm upside, men det kan tage tid, før landet får økonomisk styrke til et boom i boliginvesteringerne. Der kan opnås en gevinst fra de uudnyttede arealer ved Borough Green fabrikken – enten ved påbegyndelse af opgravning af sand til anvendelse i produktionen eller ved frasalg af arealerne til boligbyggeri.

Trusler: På kort sigt er Brexit en alvorlig trussel. Generelt er den største trussel konjunkturfølsomheden. Byggeaktiviteten er altid følsom og påvirkes af renteforholdene. Det lave renteniveau igennem lang tid har ført til høj byggeaktivitet. UK vil efter et Brexit stå med en mere selvstændig økonomi. I Euroland fører ECB en ekstrem lempelig pengepolitik, der end ikke taler om hensigt til en langsigtet normalisering. Skift til højere rente vil nok primært føre til afdæmpning i byggeriet i Danmark, Sverige og Benelux - muligvis også Tyskland. Et særligt emne er statslige støtte-programmer for nybyggeri i UK (udløber i 2023) og Tyskland, som kan blive ændret.

Regnskabstal

mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	1.380	1.621	1.611	1.622	2.523	2.850
EBITDA	137	182	211	242	410	475
EBIT	45	80	122	165	228	300
EBT	1	94	104	116	125	260
Nettoresultat	-23	39	89	90	125	210
Balance	1.217	1.246	1.189	1.327	2.421	2.500
Nettogæld	517	445	387	459	525	400
Immaterielle aktiver	96	66	82	85	427	440
Materielle aktiver	769	842	819	844	1.424	1.450
Egenkapital	152	255	278	377	1.000	1.200
Antal ansatte	866	1.034	1.041	1.062	1.651	1.750
EPS	-2	4	7	7	9	11,7
Udbytte	0	0	0	0	0	2,5
Indre værdi	14	21	23	31	56	67
EBIT margin %	3,3	5	7,6	10,1	9	11,3
Egenkapitalforrentning%	NA	19,3	33,5	27,4	15,3	19,1
Egenkapitalandel %	12	20	22	28	41	48

NB: En stor aktietegning med nettoprovenu på 504 mio. kr. blev gennemført i juni måned 2018 for at finansiere to opkøb. HDKS indgår i 2018 med 10 måneder og Grupa Silikaty, Polen, med 9 måneder.



Seneste analyser (NB: De anførte børskurser er ikke korrigeret for emissionen, hvilket svarer til at gange med 0,8835):

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
28-08-2018	120	Hold	Køb
06-04-2018	125	Afvent køb	Køb
23-08-2017	107	Hold	Køb
03-04-2017	98	Køb	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.