

Flot halvårsregnskab og opjustering af forventningerne til 2016 trods Brexit situationen

- Trods modgang fra en svag russisk rubel, en let svækket PLN og nu også fra et svækket GBP efter briternes beslutning om at forlade EU-samarbejdet har H+H klaret sig forbløffende godt igennem årets første seks måneder.
- Aktivitetsniveauet har været højt med en fremgang i salget på 11% opgjort i lokale valutaer og +5% i DKK.
- Driftsresultat (EBIT) før særlige poster er næsten fordoblet, hvilket skyldes stram omkostningsstyring, bedre priser, højere volumen og en bedre kapacitetsudnyttelse. Overskudsgraden landede på 6,9%.
- Storbritannien er fortsat selskabets vigtigste enkeltmarked med god fremgang, hvilket også har været tilfældet i Norden, Tyskland og Benelux. Rekonstruktionen i Polen er gennemført succesfuldt, hvilket har ført til de ønskede forbedringer med højere aktivitet og stigende salg priser. Fremgangen i Polen har delvist kunnet kompensere for udviklingen i Rusland, hvor markedet betegnes som stabilt i første halvår men fortsat med store udfordringer.
- De igangsatte effektiviserings- og besparelsetiltag virker efter hensigten og bidrager positivt til at forbedre lønsomheden.
- Selskabet fokuserer på en enkelt produktkategori og er derfor stringent orienteret mod 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 stram styring (hands-on management).
- Gælden er nedbragt fra 560 mio. kr. ultimo første halvår 2015 til nu 432 mio. kr. Lånefaciliteten hos Danske Bank er på 687 mio. kr. med forfald den 15-02-2018. Der er aftalt afdrag på 25 mio. kr. ultimo i år plus medio og ultimo næste år. Med gælds nedbringelsen har ledelsen fortsat sikret sig god handlefrihed.
- Den største risikofaktor er den fremtidige udvikling i boligbyggeriet i Storbritannien, hvilket vi belyser senere i analysen. På grund af denne usikkerhed fastholder vi Hold-anbefalingen på kort sigt og vores langsigtede købsanbefaling. Samlet set er vi positivt overraskede over udviklingen i første halvår og selskabets fastholdelse af Guidance for 2016 trods Brexit-usikkerheden.

Aktuel Kurs: 74

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 799 mio. kr.

Antal aktier: 10,8 mio. styk

Næste regnskab: Q3 den 18-11-2016



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

I forbindelse med halvårsregnskabet løfter selskabet forventningerne til årets omsætning, idet der nu ventes en organisk salg fremgang på 5-6% (før 3-4%). Forventningerne til EBITDA før særlige poster og investeringerne fastholdes på hhv. 190-210 mio. kr. og 80 mio. kr. i år. Prognosen er baseret på valutakurser medio august samt energi- og råvarepriser der følger inflationen. De langsigtede finansielle mål er fortsat en EBIT-margin på mindst 6-8% og en afkastningsgrad på over 12%.



Anbefaling:

Kort sigt: Hold (uændret)

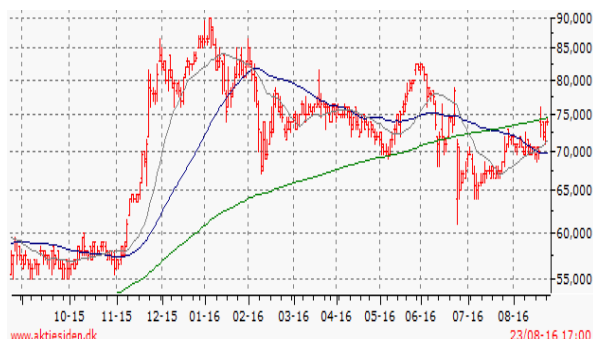
Langt sigt: Køb (uændret)

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

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 80-90 (før 75-85)

Tidligere anbefaling: Hold/Køb ved kurs 74 den 13-04-2016

1-års kursgraf



Kursudvikling de sidste 12 måneder: Høj 90 / Lav 56

Muligheder

Polen er et marked med nye muligheder efter succesfuld integration af Grupa Prefabet i koncernen. Rusland rummer fortsat en risiko, men efterhånden i stigende grad også upside muligheder. Valutarisk burde der kunne blive medvind i den kommende tid til gavn for indtjeningen. Selskabets stærke markedsposition indebærer styrke fremadrettet i indtjening, og det giver en væsentlig goodwill værdi, såfremt en opkøbs situation skulle opstå.

Risici

Især Storbritannien har været vækstdriveren i de senere år. Der er risiko for afmatning på dette marked efter briternes nej til EU. Vi forventer dog ikke en væsentlig afmatning, da der fortsat er behov for boligbyggeri i landet. På de øvrige markeder er der fremgang men ikke nogen solid vækst. Finansielt styrkes selskabet, men egenkapitalgrundlaget er fortsat spinkelt. Låneaftalen skal genforhandles inden udløb, der er fastsat til 15-02-2018. 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 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. Produktet forener positive egenskaber med lav udgift ved opstilling, hvilket er vigtigt for kunderne i byggebranchen.
- Aktiviteterne er centreret om lande i Nordvesteuropa og Nordøsteuropa. 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 sker 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 første halvår 2016 stod for hhv. 79 og 21 % af omsætningen. I Vesteuropa var der i halvåret et overskud før skat på fortsættende aktiviteter på 77,4 mio. kr. Østeuropa udviste et underskud på 17,9 mio. kr. Hertil kom et underskud på 13,0 mio. kr. fra overhead udgifter og elimineringer (fællesposter).
- 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 især prisforholdene tæt, og qua den lille organisation i topledelsen kan H+H hurtigt tilpasse sig ændringer i afsætningen og konkurrenceforholdene.
- Direktionen består af CEO Michael Troensegaard Andersen (født 1961) og med virkning fra 18-08-2016 også af CFO Ian L. Perkins. 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. Handelsbanken Fonder har siden 16-01-2015 ejet over 5% af aktierne, hvilket dog fejlagtigt først er blevet meldt til børsen den 16-05-2016.

Ændret strategi giver positiv effekt på salg og indtjening. Storbritannien kan dog blive en udfordring

Rusland er fortsat en udfordring på grund af den lave værdi af russiske Rubler og opbremsningen af landets økonomi. H+H taler trods alt om en stabilisering i Rusland, men fremadrettet er situationen stadig usikker. Efter vores vurdering kan aktiviteterne i Rusland snart kun overraske positivt. 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. For tiden er Rusland imidlertid hårdt presset af den lave oliepris og vestlige sanktioner mod landet i kombination med egne restriktioner på importen fra de russiske myndigheders side.

Det polske marked viser gode takter med højere aktivitet. Indtjeningen styrkes af de gennemførte prisstigninger. Trods fremgang i Polen kan det ikke kompensere for udviklingen i Rusland, og salget i Østeuropa faldt i Q2 med 3,4%. Korrigeres der for den negative valutakurspåvirkning steg salget imidlertid med 6%.

Sidste års strategiske køb af Grupa Prefabet i Polen viser nu den ønskede effekt. Straks efter købet lukkede H+H fire fabrikker i landet, hvorved kapaciteten blev reduceret. Det har banet vej for højere salgspriser og stigende volumen i afsætningen. Strategien på det polske marked er således lykkedes indtil nu, og alt er gået som forventet ved dette dristige opkøb.

Bortset fra Rusland har H+H oplevet fremgang på alle markeder i første halvår. Det går stadigvæk særdeles godt i Storbritannien. Regeringens "Help to Buy" program med subsidierede boliglån har fastholdt et højt aktivitetsniveau. I Storbritannien er der fortsat en højere efterspørgsel efter nye boliger set i forhold til de boliger, der reelt er til rådighed. Selskabets fabrikker udnytter kapaciteten med over 90%. Det er derfor besluttet at udbygge fabrikken i Borough Green, men denne udvidelse ventes først at stå klar i H1 2018.

Markedet i Storbritannien er imidlertid blevet mere usikkert efter briternes nej til EU den 23-06-2016. Indtil videre går det fremragende for H+H på dette store og vigtige marked. For nærværende har H+H ikke mærket negative effekter af BREXIT. Følgende forhold taler for, at

der ikke bliver en nævneværdig negativ effekt af BREXIT:

- 1) Der er ganske enkelt mangel på nye boliger i Storbritannien.
- 2) Regeringen fastholder hjælpeprogrammet med støtte til boligkøb.
- 3) Renten i Storbritannien blev for nylig af Bank of England sat ned til 0,25%, hvilket er det laveste tal i over 300 år.
- 4) Bank of England øgede ved samme lejlighed bankens program om opkøb af obligationer, hvilket skal fastholde den lave rente.
- 5) En så ekstremt lav rente bør afbøde negative effekter af den voksende usikkerhed omkring landets økonomi (eller helt afbøde dem).
- 6) H+H melder om positive tilbagemeldinger fra deres største kunder, der tilsyneladende ikke reducerer deres byggeaktivitet (endnu).
- 7) H+H's fabrikker i landet kører tæt på fuld udnyttelse. Et fald i byggeaktiviteten vil således ikke ramme så hårdt, som hvis der var overskydende kapacitet.

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 cirka 10% af omsætningen. En ny udvikling er imidlertid indtruffet i Storbritannien, idet mængden af flyveaske (PFA) er faldet så kraftigt, at det hidtil stort set gratis affaldsprodukt nu er blevet behæftet med udgifter at bruge udover selve transportudgifterne. Yderligere regner man med en lavere kvalitet end hidtil, og dermed større spild i produktionen af gasbeton. Excellence programmet for driften fortsætter med at bidrage positivt til indtjeningen.

H+H-ledelsen besluttede sidste år 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.

Første halvår har udviklet sig bedre end ventet ved årets start. Salget er således steget med 11% i lokal valuta (5% i DKK) til 825,4 mio. kr. EBITDA før særlige poster er steget til 102,5 mio. kr. (op fra 78,3 mio. kr.). EBIT før særlige poster er steget til 59,5 mio. kr. (op fra 31,2 mio. kr.). Overskudsgraden målt på EBIT lå i første halvår på 6,9%. I andet kvartal var overskudsgraden endda helt oppe på 9,3%. Investeringerne var på blot 15,2 mio. kr., og netto endte halvåret med et overskud på 30,1 mio. kr. (op fra 25,7 mio. kr.). Hvis ikke H+H i ellefte time inden statusdagen (30-06) var blevet negativt påvirket af det massive fald i værdien af GBP, ville regnskabet have været endnu bedre.

For 2016 venter selskabet nu en organisk salgsvækst på 5-6% i lokal valuta mod før 3-4%. EBITDA før særlige poster fastholdes dog med 190-210 mio. kr. som niveau. Det er her den negative kursværdi effekt fra valuta spiller ind. De langsigtede mål for indtjeningen fastholdes, og de er fastlagt til en EBIT-margin på mindst 6-8% (6,9% er opnået i første halvår). Afkastningsgraden på den investerede kapital, ROIC, ventes fortsat at andrage mindst 12% (15,8% opnået i første halvår 2016). Vi betegner regnskabet som meget opløftende, idet de gode resultater er opnået trods fortsatte udfordringer i Rusland. Fremadrettet bliver det meget vigtigt, hvordan markedet i Storbritannien kommer til at udvikle sig. Som anført ovenfor tror vi fortsat på en god udvikling i landet. Det videre forløb omkring Brexit og påvirkningen herfra på britisk økonomi bliver et af de centrale spørgsmål for H+H i år og i de næste to-tre år.

Markedssituationen

Generelt er markedet for produktion af porebeton fortsat præget af overkapacitet, om end balancen er blevet forbedret betydeligt. Udefrakommende faktorer som økonomisk vækst, inflation, statslige tilskud, kapaciteten i branchen, urbanisering og generel efterspørgsel er forhold, som man konstant skal tilpasse sig. Internt håndteres disse udfordringer ved styring ud fra "One company" tankegangen. Ideen er hurtigt at overføre en succes fra et land til et andet, at klare fuld kapacitetsudnyttelse i et land via produktion i andre lande, at udøve en stram styring af kapaciteten på de forskellige fabrikker, have høj fleksibilitet, stram omkostningskontrol og indførelse af Lean styret produktion. Styrken hos H+H er en stram fokusering, der muliggør hurtig tilpasninger. Vigtigst er dog, at H+H's produkter er nemme at arbejde med for kunderne, 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 produkterne giver mulighed for høj effektivitet og dermed lave lønudgifter ved montagearbejdet på byggepladsen, hvilket sikrer konkurrencedygtige priser. Det gavner salget som en slags feedback. 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 helt fra tegnefasen og kan opbygge værdi via sådanne relationer, der giver gevinst for begge parter. Det er en vigtig Win-Win parameter i konkurrencen.

Branchen er desværre konjunkturfølsom. Udviklingen fra land til land er blevet mere ensartet, men Storbritannien adskiller sig i disse år fra resten af selskabets markeder. Her har man fuld fart på i salget 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 rummer et enormt potentiale – men det er på længere sigt.

I Polen og Tyskland skal der skabes vækst og en forbedret udnyttelse af kapaciteten. H+H vil forsøge at hæve priserne, hvilket burde kunne lade sig gøre, da man i Polen trods en stilling som nr. 2 i praksis er ledende i prisfastsættelsen. Det er derimod ikke gældende i Tyskland, hvor succes for dette projekt vil afhænge af, om konkurrenterne også vil hæve deres salgspriser. Forholdet mellem volumen og pris får stor betydning.

H+H er stadig et godt langsigtet køb trods situationen i Rusland og nu måske også Brexit følger i Storbritannien

H+H er positioneret til at nyde godt af et opsving i byggesektoren (hvornår det så end for alvor kommer i Europa generelt), og der er kapacitet til at klare en væsentlig stigning i efterspørgslen. 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 rammeaftalens udløb 15-02-2018. Man har således tid og råd til at vente på et sandsynligt opsving i byggeriet i Nordeuropa. Over tid forbedres indtjeningen desuden som en normal mekanisme. På længere sigt er det planen at øge salget ved udvikling af forbedrede produkter og løsninger inden for anvendelse (og også i selve produktionen på fabrikkerne) af porebeton. H+H er dybt loyal over for sit fremragende produkt, og derfor vil man udnytte sit virkefelt så opfindsomt som muligt.

Ledelsen fastholder prognosen for i år om et EBITDA-resultatet på 190-210 mio. kr. Vi fastholder på denne baggrund vore estimater som vist nedenfor, dvs. et nettoresultat på 65 mio. kr. I forhold til flertallet af danske aktier er H+H således en billig aktie med en P/E2016E (74/6) på blot 12,3. Kurs/indre værdi (74/24) ligger derimod lidt højt med 3,1 som værdi. Det må henføres til 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). Det er her den gode performance skaber værdi med det engelske datterselskab i spidsen. På kort sigt fastholder vi Hold, hvilket skyldes usikkerheden angående den videre udvikling i Storbritannien. På længere sigt er der grundlag for yderligere kursfremgang og anbefalingen er derfor Køb på langt sigt. Det kræver dog, at der kommer rigtig gang i nybyggeriet på selskabets andre markeder.

Regnskabstal

mio. kr.	2011	2012	2013	2014	2015	2016E
Omsætning	1.310	1.322	1.260	1.380	1.621	1.670
EBITDA	91	86	94	137	182	205
EBIT	-10	15	6	45	80	115
EBT	-53	-29	-37	1	94	95
Nettoresultat	-118	-82	-92	-23	39	65
Balance	1.581	1.393	1.293	1.217	1.246	1.150
Nettogæld	629	539	532	517	445	400
Immaterielle aktiver	135	88	80	96	66	60
Materielle aktiver	1.038	961	883	769	842	800
Egenkapital	553	418	294	152	255	300
Antal ansatte	1.084	1.001	885	866	1.034	1.000
EPS	-13	-8	-10	-2	4	6
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	56	43	30	16	24	28
EBIT margin %	NA	1,1	0,5	3,3	5,0	6,9
Egenkapitalforrentning%	NA	NA	NA	NA	19,3	23,4
Egenkapitalandel %	35	30	33	12	20	30



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.