

Indtjeningen stiger langt mere end forventet. Aktiviteten er så høj, at salgspriserne kan hæves. 2019 tegner til rekord. Men H+H er 30 % eksponeret mod UK, og Brexit skal afklares i løbet af de næste to måneder. Afvent klarhed her før køb.

- Det går godt i alle lande. Brexit-truslen mærkes ikke i UK. Her hjælper regeringens "Help to buy" program med en ramme på ca. 20 mia. GBP frem til 2023 med at holde aktiviteten i byggeriet oppe. Tyskland har dog et afdæmpet marked, mens der er boom i Polen. De tilkøbte fabrikker inden for kalksandsten klarer sig også godt. Aktiviteten er i 2018-19 blevet udvidet med ca. 60 % i omfang.
- Økonomisk blev der samtidig opnået en gevaldig styrkelse via en stor aktietegning som tilførte 504 mio. kr. til finansiering af disse opkøb på totalt ca. 900 mio. kr. Soliditeten er nu normal, og H+H er helt ude af den langstrakte genrejsningsproces.
- Forretningen med salg til byggesektoren er per definition konjunkturfølsom. Her udgør renteforholdene en vigtig parameter, som fremdeles begunstiger efterspørgslen på nye boliger. På langt sigt kan rentestigninger komme til at ramme afsætningen. Her er der begrænset gavn af spredning på flere lande, da Eurolandene har en ensartet udvikling.
- Brexit har 31-10 som ny deadline, og en afklaring skal snart findes - ellers udløses der politisk uro (parlamentsvalg?) i UK. En engelsk exit uden aftale overhovedet kan fremkalde en blackout-situation og krise på landets store finansmarked, ligesom det vil ramme GBP valutakursen.
- H+H's virksomheder rummer et stort potentiale og udviser imponerende høj indtjeningsevne.
- Aktien er vurderet særdeles lavt i børsværdi som følge af den herskende - og hele tiden forlængede - fase med dyb usikkerhed og endog en stadig mere tilspidset politisk situation omkring Brexit-spørgsmålet. Om ikke andet er en afklaring forestående.
- Vigtige konkurrenter i segmentet for byggevarer til indervægge er primært Xella, Tarmac, Forterra og Solbet.
- Konklusionen for aktien er langsigtet køb. For nye investorer kan det derfor være et relevant valg at udskyde køb af aktien i et par måneder, indtil en afklaring af Brexit er fremkommet, da det kan påvirke børskursen på H+H, også selv om "Help to buy" programmet bør kunne holde byggeaktiviteten oppe uanset hvad. For de nuværende aktionærer er konklusionen behold.

Aktuel Kurs: 100

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: 1.798 mio. kr.

Antal aktier: 17,98 mio. styk

Næste regnskab: Q3 den 13-11-2019



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Q2 udviste ny rekord i salg og indtjening. Guidance opjusteres fra 7 til 8 % organisk vækst. Indtjeningen EBIT forhøjes med 50 mio. kr. til 330-370 mio. kr. UK og Polen (fuld udnyttelse af kapaciteten) har gavn af højere salgspriser og god drift. Tilkøbte fabrikker i Tyskland har vægt i et fladt marked. Virksomheden i Rusland overvejes solgt. Brexit påvirker ikke salget, men udgør en potentiel trussel. De langsigtede finansielle mål er efter en justering opad: EBIT-margin 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 (uændret)

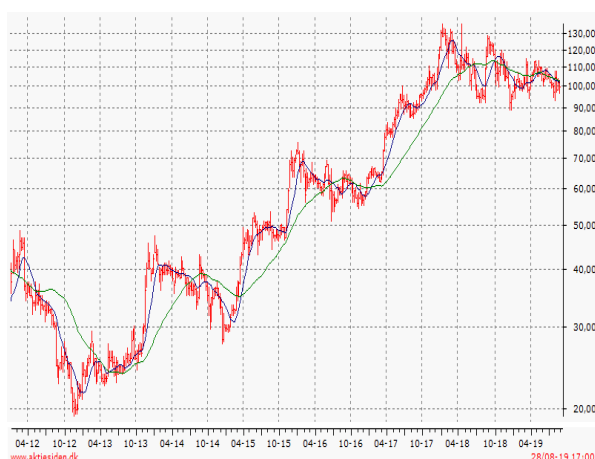
Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 90–125

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125–175

Tidligere anbefaling: Afvent køb/Køb ved kurs 103 den 08-04-2019

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. Man har 29 fabrikker. 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. "Partners in wall building" 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 er en fabrik (51 % andel) ved Dresden blevet overtaget pr. 29-04 i år, og det omfatter også et salgsselskab i Tjekkiet. Cash betalingen var på 58 mio. kr. Sælger er også her HeidelbergCement. 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 indirekte at reducere betydningen af den store forretning i UK. Desuden forbedres styrken over for kapitalstærke konkurrenter. Ledelsen omtaler desuden mulighed for tilføjelse af andre former for 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 dækkes af 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, og en ny fabrik opføres i Gdansk ved siden af en gasbetonfabrik. HDKS havde sin aktivitet i Tyskland, hvor der er 7 fabrikker. Yderligere en er netop tilkøbt (Dresden). Schweiz er et nyt H+H-marked, idet købet inkluderede en fabrik her. Samlet har man derfor nu 16 anlæg til disse produkter plus en helt ny på vej. Porebeton og kalksandsten er nærtstående byggematerialer, hvorfor der forventes opnået synergi både markeds- og omkostningsmæssigt. De to opkøb 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 ved 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 i år reducerer det til knapt 30 %). Valutarisk giver det også 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, så nye tiltag hurtigt kan rulles ud i alle lande. Toplevelsen følger prisforholdene direkte, 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) og Peter Klovgaard-Jørgensen (født 1978) som ny CFO. 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. 15 ansatte. Udgiften til medarbejdernes løn, pension mv. svarer til 19,4 % af omsætningen.
- Ultimo 2018 havde H+H 5.337 (2017: 4.234; 2016: 3.919) registrerede aktionærer, der ejede 84 % af aktierne. Der er kun 199 fra udlandet blandt de registrerede aktionærer. Der er altså en relativ stor andel placeret hos ukendte aktionærer (16 %). Danske institutionelle investorer ejer 40 %, og private danske investorer står for 30 %. Kendte store ejere er: ATP over 10 %, Handelsbanken Fonder over 5 %, Nordea Funds Management over 5 %, Universal-Investment-Gesellschaft mbH over 5 %.
- 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. Lav rente er fundamentet under byggeaktiviteten. 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 – især i segmentet med et højt prisniveau pga. ønske om attraktiv placering og høj kvalitet. Markedet trækkes op af et boom i High End segmentet, og generelt er storbyerne i front. Hertil kommer påvirkningen fra særlige støtteordninger med positiv behandling af nybyggeri for at fremme unge familiers adgang til boliger med god standard. I UK er en sådan støtteordning blevet forlænget fra 2021 til 2023, og det giver mulighed for fornuftig planlægning hos 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. Efterspørgselsudviklingen på boligmarkedet er startet oppefra og har så bredt sig nedad angående beliggenhed, kvalitet og pris. Da storbyerne allerede er udbyggede, bliver nye projekters udformning i vid udstrækning dikteret af grundarealerne, og det betyder individuelle byggeopgaver. Ved seriebyggeri kan man ellers opnå en betydelig lavere pris pr. kvadratmeter. Her står gasbeton meget stærkt som et velegnet materiale til indervægge og skillerum i tæt-lavt byggeri (fx typehuse).

Udvidelse af den geografiske dækning indgår i H+H's vækstplaner. Kernepunktet er at udnytte de eksisterende fabrikker endnu bedre. Merudgiften til transport må accepteres til fordel for høj kapacitetsudnyttelse, samtidig med at man kan begrænse investeringer i anlæg. Udvidelsen i 2018 af kapaciteten med 20 % på Borough Green fabrikken i UK var således en undtagelse fra den normale situation og må ses som en regulær nødvendighed. Man prøver at holde på sine gode kunder, som ellers ville kunne styrke konkurrerende leverandører ved et skift. Store kunder er krævende og må imødekommes så langt som overhovedet muligt.

Der er hele tiden konkurrence fra andre former for byggematerialer, og på det punkt søger man at udnytte fordelene ved gasbeton omkring let montage, gode produkttegenskaber og konkurrencedygtige priser for selve produktet. H+H satser hele tiden på at lade gasbetonløsninger fremstå som interessante og let anvendelige både under det forberedende projekt-/tegnearbejde og ved selve udførelsen med opstilling af byggelementer og brug af blokke. Man er derfor ligeledes med i udvikling af it-løsninger (BIM), hvor projektudvikleren let kan simulere gasbetonløsninger - 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 har nu fuld gavn af den besværlige fabriksudvidelse. Brexit udgør en trussel men har (endnu) ikke ramt efterspørgslen. 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, hvor 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. I øjeblikket er kapaciteten fuldt udnyttet, og det betyder så, at salgspriserne kan hæves, hvilket øger indtjeningen markant. Rusland (Skt. Petersborg området) er havnet i en klemme, men efterspørgslen er angiveligt god. Ledelsen omtalte i 2018-regnskabet, at der foreligger muligheder for opkøb, men 25-04 meddelte man så det stik modsatte, nemlig at man forhandler om et muligt frasal. Det ligner en enten-eller situation. Risikoen i Rusland er høj. Salgsprisen bliver næppe gunstig, men den bogførte værdi er på forhånd skrevet gevaldigt ned.

Byggeriet er altid udsat for store og hurtige påvirkninger fra konjunkturudviklingen. I det nuværende forløb med stabilisering efter et opsving har der været stor evne til at absorbere stigende volumen, før priserne er begyndt at blive hævet. Udbydere har kunnet øge deres output fra et lavt udgangsniveau, men denne buffer-mekanisme er ved at være udtømt. Det ses nu i Polen. En anden dæmpende faktor kom fra olieprisens kollaps i sommeren 2014, som reducerede denne udgiftspost markant. Niveauet er steget igen og udsat for kraftige udsving. Et andet vigtigt input med prisudsving er cement. Det er desuden i UK blevet svært at skaffe tilstrækkelige mængder af flyveaske, da kraftværkerne i landet har reduceret brugen af kul. I år forventes højere prisstigninger på input end inflationen. Derfor er der behov for at forhøje salgspriserne, hvilket i vid udstrækning lykkes. Opgaven består dog også i at fastholde de afsatte mængder, så der ikke opstår skift til andre byggematerialer. Der findes nemlig en struktur med adgang til flere alternative materialer som beton, mursten, gipsplader eller plader af træmateriale. I praksis er der heldigvis ikke fri adgang til skift af materiale, da dette valg fastlægges i specifikationerne ved nybyggeri. Materialevalg 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 og forstærke en ledende stilling i sine markeder, og der bruges efterfølgende kræfter på at udvide i lande inden for rækkevidde (transportudgift) fra fabrikkerne, som eksempelvis Benelux. Markedspositionen er førende i UK og Polen, men samlet set vurderer man sin størrelsemæssige stilling som værende nr. 2 i Europa inden for gasbeton. Målt i absolut størrelse er H+H dog en lille virksomhed inden for byggematerialer 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 + 1 i år og 1 under opførsel i Polen inden for 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 (salg og konkurrence). De polske aktiviteter fik man købt 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 indgik derfor i H+H's 2018-regnskab med 10 måneder, mens det polske selskab kun medvirkede i 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 opfattes 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 igennem. Med købene opnår man større absolut format i forhold til konkurrenterne og bedre salgsadgang til etagebyggeri. Indtil videre har forløbet angiveligt været problemfrit, og nu skal det så vise sig, om H+H bliver 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 den 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 (cost) uden hensyn til dagsværdi eller værdien af de immaterielle aktiver (oparbejdet goodwill). Justeret for dette vurderer vi den nye satsning til at udvide selskabet med ca. 60 % i størrelse.

Produktmæssigt tilføjer kalksandsten 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 bedre jobmuligheder her plus generel øget interesse for at have adgang til gode fritidstilbud (sport, underholdning, kultur, omgangskreds) såvel som indkøb og service.

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, men formentlig ønsker H+H vel i virkeligheden 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 den store opgave med ansvar som ejer, og der skal opbygges forståelse og greb om det hele. Der kommer næppe nogen decideret integration på tværs i 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 og videre i 1. halvår 2019

Stort set alt udvikler sig efter planerne, og markedsforholdene er gunstige med mulighed for højere salgspriser og dermed bruttoavance. Samtidig er der god eller endog fuld udnyttelse af kapaciteten inden for gasbeton. Det er altid vigtigt, at kerneområdet i en virksomhed fungerer godt og ikke har behov for væsentlige tilpasninger og opmærksomhed. I England er der (mærkværdigvis) endnu ingen afmatning eller andre forstyrrelser i salget til byggesektoren. Den udvidede fabrik Borough Green fungerer fint, og belastningen under udvidelsesarbejdet her er overstået. Ledelsen påpeger dog, at det tyske marked ikke vokser, selvom regeringen også yder støtte til bygning af nye boliger. Da det nye aktivitetsområde med kalksandsten har Tyskland som hovedmarked, er betydningen af det flade men fortsat fornuftige marked i dette land des større.

De nye aktiviteter med kalksandsten ser ud til at være gledet smertefrit ind i H+H. Der foreligger ingen oplysninger om store planer for omlægninger eller andre tiltag, så det må formodes, at man som ny ejer går respektfuldt til værks og stoler på evnerne hos de pågældende ledere. Så vidt vides blev disse fabrikker frasolgt ud fra en strategisk vurdering af virkefeltet, hvor det faldt uden for den ramme HeidelbergCement ønsker fremover. Det er velfungerende virksomheder og ikke problembørn med behov for indgreb.

Udvidelsens omfang kan skønnes til at være på ca. 60 % set i forhold til H+H's daværende forretning, så der er tale om en så stor ekspansion, at den har afgørende vægt. Forløbet i de første 5-6 kvartaler ser ud til at være fuldt tilfredsstillende.

Udviklingen i første halvår for hele H+H er gået bedre end påregnet, og derfor har ledelsen opreguleret guidance fra et driftsresultat (EBIT) i intervallet 280-330 mio. kr. til nu 330-370 mio. kr., med andre ord ca. 50 mio. kr. mere i overskud. Overskudsgraden vil så lande på 12,2 %. Opgjort per medarbejder vil det svare til et overskud på hele 200.000 kr. Rentabiliteten er pludselig blevet høj med udsigt til en

forrentning af egenkapitalen i år på 23 %. Afkastningsgraden (ROIC) kan tilsvarende skønnes til ca. 20 %. De langsigtede normtal for den ønskede overskudsgrad og ROIC vil derfor begge blive opfyldt i indeværende år.

Nettogælden er pt. på 602 mio. kr., og set i forhold til egenkapitalen på 1.145 mio. kr. (aktionærernes andel) er gearingen lav. Det samme gælder, hvis man ser på gæld målt i forhold til EBITDA (Bruttocash flow fra driften). Maksimumgrænsen er i forvejen sat lavt med 1-2 X, og det opfyldes pt. med et tal på 1,1. Kort fortalt drejer det sig nu mest af alt om at kunne opretholde den gode præstation fra egen indsats. De udefrakommende vilkår og eventuelle stød som et muligt hårdt Brexit kan man ikke undgå men må prøve at forberede sig på så godt som muligt.

Udsigt for udviklingen i selskabet og aktiens forhold

Den nuværende situation må betegnes som glimrende – men det er samtidig et forløb med et muligt (midlertidigt) toppunkt i konjunkturfølget og voksende ydre risici som følge af roderiet med Brexit. Det er umuligt at vurdere konsekvenserne. Heldigvis har H+H fuld fart i sin engelske virksomhed, og konkurrenceevnen er i top. Regeringsprogrammet "Help to buy" med en ramme på 20 mia. GBP er forlænget til 2023 og holder aktiviteten i nybyggeriet oppe. En konkret negativ påvirkning gør sig dog allerede gældende, nemlig svækkelsen af valutakursen på GBP og dermed lavere værdi om regnet til DKK i koncernregnskabet. Dagskursen for GBP er 8,21 DKK.

Der er også indtruffet en nedkøling af økonomien i I-landene. EU må affinde sig med lavere tempo i fremdriften, og væksten tegner til at blive på knapt 1,0 % i år. Boligmarkedet i Danmark ser også ud til at være ramt af mætning med en mere køling holdning hos førstegangskøberne, der desuden er ramt af strammere kreditvurdering i bankerne. Liggetiderne øges og High End projekter i de største byer sælger ikke længere sig selv. Der er imidlertid ikke tale om et decideret toppunkt i en konjunkturcyklus med udsigt til en kraftig nedtur. Forløbet er "blødere" og mere langtrukkent. Skyggen fra Finanskrisen i 2008 er hverken glemt eller fuldt overvundet, ligesom erfaringen fra denne kollaps har aflejret sig i form af mere sund fornuft, fleksibel drift og beredskab til at håndtere negativ udvikling. Indtil videre er der mere tale om et generelt indtryk af afmatning end direkte opbremsning endsigende en truende ny økonomisk krise.

Lav rente udgør en afgørende støtte på dette punkt, men hermed er det også sagt, at en eventuel markant stigning i renteniveauet vil kunne ændre de nuværende gunstige økonomiske forhold i negativ retning. Fasen med ekstrem lempelig pengepolitik synes dog at fortsætte. Økonomien i EU vil så kunne opnå fortsat gavn af gunstige renteforhold. Risikoen for en økonomisk krise (eksplosion på obligationsmarkedet) synes afværget på kort sigt.

For H+H's forretning vil gunstige ydre forhold i økonomien indebære udsigt til høj aktivitet med mulighed for gode salgspriser og indtjening. Det her anførte gælder for det europæiske fastland, mens forretningen i UK først skal slippe helskindet forbi Brexit og de følgevirkninger, som det kan udløse (afhænger af udfaldet, hvor alt er muligt fra Stay til Stop uden aftale overhovedet). Aktiviteten i UK repræsenterer knapt 30 % af omsætningen, så selv om tilkøbene i Tyskland/Schweiz/Polen har reduceret denne vægt, er betydningen af UK fortsat stor.

På de indre linjer i H+H fungerer tingene godt, og økonomisk har udvidelsen inden for kalksandsten øget koncernens størrelse. Takket være den store aktietegning på 504 mio. kr. er kapitalstrukturen atter blevet solid. De to led er gået hånd i hånd som en snuptagsløsning. Ud fra den forstærkede platform skal man nu køre mere roligt frem og ikke udvide med flere store opkøb, som ville indebære fornyet høj finansiell risikoprofil. Organisk vækst med udnyttelse af nye ideer og fælles fordele er vejen frem, altså en fase med konsolidering.

Frugterne af de gode tider for byggevarer og de velfungerende tilkøbte selskaber skal udnyttes. H+H skal dog være opmærksom på de begyndende negative økonomiske tendenser, som ultimativt kan føre til en recession - uagtet denne trussel forekommer overdreven.

Aktien er prissat lavt set ud fra de estimerede nøgletal. P/E(19E) er nede på 6,8 (100/14,7). Indre værdi pr. 30-06 er 71, så kurs/indre værdi forholdet ligger på 1,4. Udbyttebetaling er ikke genoptaget, men det må påregnes efter næste regnskabsår.

Det svage punkt er risikoforholdene: er vi allerede nået frem til et toppunkt, hvor der er udsigt til modgang og fald i indtjeningen til et markant lavere niveau? Denne bekymring har Brexit som et særligt vigtigt punkt. Det lammer investorenes interesse for H+H som et attraktivt investeringstilbud. Brexit forventes afklaret senest i oktober. Denne trussel er reel og alvorlig. Frygten for en generel konjunkturedgang mener vi derimod ikke vil udfolde sig i år. Konklusion: det langsigtede potentiale er aldeles glimrende. Afvent køb, eller køb langsigtet i trin med 33 % nu og resten, når de ydre trusler mod afsætningen måtte forsvinde.

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 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 (30 %) 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 kun 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. Rentefaldet synes dog at være kulmineret. Udvidelsen af aktiviteten med kalksandsten vil til en vis grad konkurrere med porebetonen. Selskabet er konjunkturfølsomt (især nybyggeri af private boliger).

Muligheder: Indtjeningen kan forbedres fra effektiviseringer, endnu bedre kapacitetsudnyttelse og højere salgspriser. Udvidelsen med kalksandsten rummer mulighed for synergi i salget og udvider virkefeltet. H+H er nr. 2 i Polen inden for både porebeton og kalksandsten, og der er store vækstmuligheder i dette land. Fremtiden i Rusland er åben, da et frasalgs overvejes. Markedet i landet er enormt, men risikoen er høj og relateret til politiske forhold. Udnyttede arealer ved Borough Green fabrikken kan rumme en gevinstmulighed.

Trusler: På kort sigt er Brexit den alvorligste trussel. Generelt er den største trussel ellers 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 alene med en selvstændig økonomi. En eventuel økonomisk krise kan blive svær at stoppe for regeringen i London. I Euroland fører ECB en ekstrem lempelig pengepolitik, som søges forlænget mest muligt. Skift til højere rente på et tidspunkt vil kunne føre til afdæmpning i byggeriet i Danmark, Sverige og Benelux - muligvis også Tyskland. Det samme gælder for UK. Et særligt emne er statslige støtteprogrammer for nybyggeri i UK (udløber i 2023) og ligeledes i Tyskland, som kan blive ændret politisk.

Regnskabstal

mio. kr.	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
Omsætning	1.380	1.621	1.611	1.622	2.523	2.950
EBITDA	137	182	211	242	410	540
EBIT	45	80	122	165	228	360
EBT	1	94	104	116	125	335
Nettoresultat	-23	39	89	90	125	265
Balance	1.217	1.246	1.189	1.327	2.421	3.000
Nettogæld	517	445	387	459	525	450
Immaterielle aktiver	96	66	82	85	427	450
Materielle aktiver	769	842	819	844	1.424	1.600
Egenkapital	152	255	278	377	1.000	1.280
Antal ansatte	866	1.034	1.041	1.062	1.651	1.750
EPS	-2	4	7	7	9	14,7
Udbytte	0	0	0	0	0	2,5
Indre værdi	14	21	23	31	56	71
EBIT margin %	3,3	5	7,6	10,1	9	12,2
Egenkapitalforrentning%	NA	19,3	33,5	27,4	15,3	23,2
Egenkapitalandel %	12	20	22	28	41	44

NB: En meget 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, tilsvarende med 9 måneder. Opkøbet i Dresden indgår pr. 29-04-2019.



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
08-04-2019	103	Afvent køb	Køb
28-08-2018	120	Hold	Køb
06-04-2018	125	Afvent køb	Køb
23-08-2017	107	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.