

Konklusion:

- Aktiviteten er i år blevet udvidet 60-70 % ved købet af virksomheder inden for produktion af kalksandsten i Polen, Tyskland og Schweiz. I forhold til gasbeton er der tale om et nyt område, selv om det også drejer sig om byggematerialer. Prisen for disse opkøb må anses som gunstig, så rentabiliteten har odds for at blive god.
- Ledelsen i H+H skal nu vise, at de kan fungere som en bedre ejer end sælgerne, CRH og HeidelbergCement. Det er deres hovedopgave i de kommende år at mobilisere indre kræfter til at opnå vækst og højere indtjening. Konsolidering er det finansielle tema.
- Overordnet har H+H lagt de hårde år med svag økonomisk stilling bag sig, og man er atter herre i eget hus. Med årets aktietegning for at finansiere de to virksomhedsopkøb har man mere end fordoblet egenkapitalen, nedbragt gearingforholdet for låntagning, formindsket påvirkningen af udsving i GBP-valutakursen og forøget selskabets absolutte størrelse, som er en vigtig målestok konkurrenterne imellem.
- Storbritannien og Tyskland er selskabets største markeder. I UK udløber regeringens "Help to Buy" program først i 2021, og det vil kunne fastholde høj aktivitet i dette land. Brexit er en usikkerhedsfaktor, hvor en afklaring heraf nu forventes opnået i november. Vi ser mere positivt end negativt i denne sammenhæng, idet GBP regnet mod DKK måske kan opleve et rebound.
- Den største risikofaktor er udviklingen i renteniveauet plus den økonomiske vækst og boligbyggeriet i Nordvesteuropa.
- Aktien er inde i en såkaldt distributionsfase efter den store forøgelse af flow'et ved emissionen. Det burde dæmpe kursudviklingen opad på kort sigt. Selskabets egen præstation og god udvikling inden for byggeriet giver dog rygvind.
- Konklusionen for aktien er langsigtet køb. På kort sigt er anbefalingen Hold pga. et pænt kursløft i de seneste uger, som tilsiger profit taking og dermed en pause. Udvidelsen med kalksandsten skal nu vise sin rigtighed. Begrænsningen opad ligger i de ydre forholds udvikling. En top for opsvinget (men hvornår?) kan blive starten på nye samfundsøkonomiske vanskeligheder. Målet må være, at H+H til den tid er blevet så økonomisk robust, at man kan klare en sådan modgang uden at vakle.

Aktuel Kurs: 120

Børs: SmallCap indekset

Markedsværdi: 2.158 mio. kr.

Antal aktier: 17,98 mio. styk

Næste regnskab: Q3 den 15-11-2018



Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Stærk efterspørgsel giver mulighed for højere salgspriser. Især markedet i Polen udvikler sig godt. Den organiske vækst forventes at blive på +11 % opgjort i lokal valuta. De tilkøbte selskaber udvikler sig også godt, og integrationen forløber planmæssigt. Udvidelsen af kapaciteten på Borough Green fabrikken, UK, er nu taget i drift. EBITDA indikeres til 370-410 mio.kr. før særlige poster, og disse angives til at udgøre en belastning på -65-70 mio. kr.

De langsigtede finansielle mål er i år blevet opjusteret til en EBIT-margin på mindst 11 % (før 8-10 %) med et afkast på den investerede kapital på mindst 12 % (dette tal ændres ikke). Nettogælden må max. udgøre 1-2 x EBITDA.

Anbefaling:

Kort sigt: Hold (før: Afvent køb pga. aktietegning)

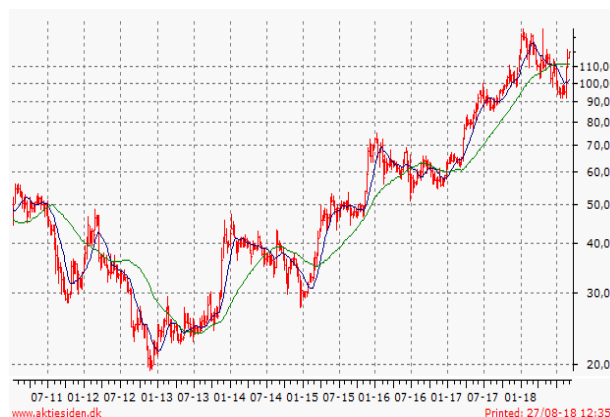
Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 110-130

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 140-160

Tidligere anbefaling: Afvent Køb/Køb ved kurs 125 den 06-04-18

Kursudvikling siden 2011:



Høj / lav seneste 12 måneder: Høj 135,8 / Lav 89,6



Facts om H+H

- H+H udvikler, producerer, sælger og distribuerer porebetonprodukter (gasbeton) og –løsninger samt kalksandsten til byggeri. Produkterne anvendes primært til 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 udgift ved opstillingen, hvilket er vigtigt for kunder i byggebranchen.
- Kalksandsten er en ny satsning, som H+H netop har engageret sig i med købet af Grupa Silikaty i Polen (købt fra CRH i juli 2017 men først overtaget pr. 04-04 i år) og HDKS (købt fra HeidelbergCement 14-12-2017 og gennemført 28-02). Prisen for de to selskaber er samlet på 847 mio. kr. (Economic Value). 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 vægten af den store forretning i UK samt forbedre styrken over for de kapitalstærke konkurrenter.
- Aktiviteterne foregår i en række lande i Nordeuropa. Markedspositionen er stærk, og der satses bevidst på at oparbejde en fremtrædende position i de enkelte lande. Samlet er H+H 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 ca. 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, der overtages. I Polen gælder det Grupa Silikaty, hvor man har overtaget 7 kalksandstensfabrikker. HDKS har sin aktivitet i Tyskland, hvor der er 7 fabrikker. Schweiz bliver et nyt H+H-marked, idet købet inkluderer en fabrik her. Samlet har man derfor 15 anlæg til disse produkter. 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.
- Aktiviteterne er opdelt i Vest- og Østeuropa med en fordeling af salget på 75/25 % i 2017. Østeuropa får lidt større vægt efter købet i Polen, men den vigtigste forandring bliver en forskydning af vægten i Vesteuropa, hvor Tyskland fremover vil veje tungere og dermed reducere andelen for det hidtil største marked, UK (2017: 43 % af omsætningen; proforma 2017 inkl. tilkøbene: 33 %). 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. Ledelsen følger især prisforholdene tæt, og qua den snævre organisation i topledelsen kan H+H hurtigt tilpasse sig ændringer i afsætningen og konkurrenceforholdene (hands on linje).
- Direktionen består af CEO Michael Troensegaard Andersen (født 1961) og CFO Ian L. Perkins (født 1965). Kent Arentoft (født 1962) er formand for bestyrelsen.
- Selskabet beskæftigede i gennemsnit 1.062 medarbejdere sidste år. Dette tal er efter tilkøbene vokset til ca. 1.600 (ekstra ca. 300 i Polen og 200 i Tyskland). På hovedkontoret i Danmark er der kun 10 ansatte.
- Pr. 31-12-2017 havde H+H 4.234 (3.919 året før) registrerede aktionærer, der ejede 84 % af aktierne. Der er kun 193 fra udlandet blandt af de registrerede udenlandske aktionærer. Der er dog en relativ stor andel placeret hos ukendte aktionærer. ATP ejer over 10 % af aktierne, mens HSBC, Nordea Funds Management og Handelsbanken Fonder hver især ejer over 5 %.
- For at finansiere tilkøbene er der i juni gennemført 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.

Gasbeton-aktivitetens udvikling

Virksomheden nyder gavn af et højt aktivitetsniveau i byggesekoren i en række lande i Nordeuropa, og indtil videre har man undgået en afsporing på det vigtige engelske marked i kølvandet på Brexit-afstemningen. Dette spørgsmål er fortsat ikke afklaret, og muligvis ender det hele i ingenting (Remain). I sig selv har den langsommelige proces i praksis været en stabiliserende faktor. Kapaciteten er netop blevet udvidet på den ene fabrik, og dermed kan leverancerne øges, samtidig med at merudgiften til transport af import fra fabrikkerne i Polen ophører. Interessen for boligkøb er høj trods den herskende usikkerhed om EU-medlemskab og risiko for udvandring af EU-borgere.

Det vigtigste 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 fast ejendom. Det åbner plads til nybyggeri i stor stil - og ofte med et højt prisniveau pga. attraktiv placering og ønske om høj kvalitet. Markedet trækkes op af et boom i High End segmentet i mange lande.

På det punkt oplever H+H dog også en udfordring, nemlig at væksten har størst vægt i storbyerne og derfor består af etagebyggeri. Her fungerer høje ejendomspriser som en magnet, der sætter gang i byggeriet. Hele udviklingen på boligmarkedet starter oppefra og så går det nedad angående placering og pris. I praksis betyder det mange projekter med behov for individuel tilpasning til det pågældende sted og dermed en mindre andel af opgaver med seriekarakter på en åben mark. Det er ellers her gasbeton står meget stærkt til inder-mure og skillerum i tæt-lavt byggeri (eksempelvis typehuse), mens det ikke er særligt udbredt i højhusbyggeri.

Udvidelse af den geografiske dækning indgår også i vækstindsatsen, og her satser man på at kunne udnytte de eksisterende store fabrikker. Udgiften til transport kan klares, og det sikrer høj kapacitetsudnyttelse, samtidig med at man begrænser sine investeringer i anlæg. Udvidelsen i UK er således en undtagelse fra den normale situation og må ses som en regulær nødvendighed. Her prøver man at undgå tab af gode kunder, som vil kunne styrke konkurrerende leverandører. Samtidig er der hele tiden konkurrence fra andre 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 gasbeton løsninger fremstå som interessante og let anvendelige både under det forberedende projekt-/tegnarbejde og ved selve udførelsen med opstilling af bygge-elementerne. Man er derfor ligeledes med i udvikling af it-løsninger (BIM), hvor projektd udvikleren let kan simulere gasbeton-løsninger og forhåbentlig herudfra vælge at benytte 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 2021 har stor indflydelse på efterspørgslen. Kursfaldet på GBP har imidlertid påvirket værdien omregnet til DKK, og den effekt har været væsentlig, da det også omfatter nedgang i datterselskabets egenkapitalværdi. Det danske marked viser en god udvikling, og man ekspanderer ind i Benelux-landene med salg af produkter fra fabrikkerne i Tyskland. Sverige er ikke noget stort marked, da der er tradition for at benytte træ i videst mulig udstrækning. Polen er inde i en stærk udvikling drevet af konjunkturforskelene, og H+H's udspil med opkøb af Grupa Prefabet i 2015 for at styrke positionen og dæmpe konkurrencen er lykkedes. Rusland er havnet i en klemme, men efterspørgslen er angiveligt god. Her er H+H tvunget til at klare sig så godt som muligt og ellers blot vente på bedre tider. Indtjeningen fra Rusland rummer derfor en upside-chance – men aldeles usikker og derfor langsigtet i sin natur. Man kan håbe på, at dette russiske brohoved en dag kan blive afsættet for en storstilet ekspansion. Behovet for nyt byggeri i Rusland er enormt.

Påvirkningen fra konjunkturforskelene er stor, men i det nuværende opsving har der været stor evne til at absorbere stigning i 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. En anden prisdæmpende faktor kom fra olieprisens kollaps i sommeren 2014, som reducerede denne udgiftspost markant. Uanset det ser udviklingen nu ud til at være nået et punkt, hvor priserne kan hæves uden nedgang i efterspørgslen eller skift til brug af andre byggematerialer. Der findes nemlig en afgørende struktur med adgang til alternative materialer som beton, mursten, gipsplader eller plader af træ. I praksis er der dog varierende mulighed for skift til andre materialer, da materialevalget er bundet af specifikationer ved nybyggeri, mens det er helt frit for private ved reparationer og ofte også ved ombygninger.

Konkurrencemæssigt søger H+H at opnå en ledende stilling i sine markeder, og der bruges så 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.

Kalksandsten

Dette byggemateriale er et nyt virkefelt for H+H, men det ligger tæt op ad gasbeton både mht. input af råmaterialer og i anvendelsen. Man har købt to selskaber fra hhv. CRH og HeidelbergCement. 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 regnskab i 10 måneder af 2018, mens det polske selskab indregnes med 9 måneder.

Rationalet i denne udvidelse af virkefeltet til at omfatte et tilgrænsende men anderledes materiale må ses som udnyttelse af en gunstig mulighed, der dukkede op og nu kan håndteres i kraft af genopretningen af den økonomiske styrke. Uanset det har ledelsen dog måttet gennemføre en kapitaludvidelse og anstrenge sine ressourcer for at løfte denne interessante opgave. Som anført nedenfor passer det godt ind i bestræbelserne for at genrejse selskabet at opnå øget absolut størrelse. Indtil videre har forløbet været tilfredsstillende, og nu skal det så vise sig i den løbende drift, om H+H er dygtigere ejere end forgængererne. Selskaberne er velkørende og indarbejdede på deres markeder med en ledende stilling, så vi forventer ingen udgift til "lærepenge".

Udvidelsen beløber sig til netto 847 mio. kr. Ultimo 2017 havde H+H selv en investeret kapital på 986 mio. kr., men dette tal er udtryk for bogføring af historiske data uden hensyn til værdien dags dato eller værdien af immaterielle aktiver (oparbejdet goodwill). Justeret for dette vurderer vi størrelsen af den nye satsning til at udvide selskabets størrelse med 60-70 %.

Produktmæssigt tilføjer kalksandsten styrke ved dels at forstærke hele paletten af byggematerialer og dels åbne adgang til bedre at kunne sælge til etagebyggeri, som vokser kraftigere end tæt-lavt byggeri. Det skyldes strukturudviklingen med fokus på større byer, hvilket forstærkes af centraliseringen af jobmulighederne her og en generel øget interesse for at have adgang til gode fritidstilbud (sport, underholdning, kultur).

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 ledelsen i H+H tage fat på den nye opgave med ansvaret 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 må være en mulighed. Vi forventer ikke i første omgang forsøg på salg af kalksandsten i andre lande.

Væksten vil afhænge af udviklingen i byggesektoren, hvor Polen oplever høj aktivitet mens Tyskland har haft en mere træg udvikling.

Overordnede perspektiver ved den store satsning på kalksandsten

Selskabet har overstået en lang og særdeles hård fase med problemer omkring overkapacitet, lav indtjening og stor gældsbyrde, hvortil kom en sekundær påvirkning i form af en stor stigning i pensionshensættelserne foranlediget af det lave renteniveau. Endvidere er der opstået en uafklaret situation i UK omkring Brexit. Heldigvis har sidstnævnte forhold endnu ikke spoleret økonomien i landet som helhed eller ramt byggeaktiviteten. Der hersker dog stor usikkerhed om fremtiden for landet og dets forhold til EU. Foreløbig har H+H heldigvis undgået at blive påvirket markant i selve forretningen, men der indtraf til gengæld et dyk i GBP-valutakursen og dermed fremkom negativ regulering af egenkapitalværdien for det engelske datterselskab. I Rusland er der også en hård periode for fabrikken placeret ved Skt. Petersborg, og man må holde det hele kørende indtil tiderne bliver bedre.

Fremgangen for økonomien i EU-landene med støtte fra det lave renteniveau og forbedrede markedsforhold har bidraget til at indtjeningen atter er tilfredsstillende med et niveau for overskudsgraden (EBITA) på lidt over 10 %. Ledelsen forventer at kunne opretholde en solid indtjening fra driften, og det giver øget handelfrihed. Der føres en stram linje angående investeringer i fabrikkerne, og bortset fra udvidelsen af Borough Green anlægget i UK er der tale om modernisering og udskiftning forårsaget af nedslidning. Cash Flow styres stramt.

Markedet for gasbeton er fastlåst for hovedmarkedernes vedkommende, og selskabet er forsigtig med gå ind i nye lande via opkøb, da det vil være dyrt. Man satser på at vokse i de etablerede markeder. Benelux er et nyt marked med levering af varer fra Tyskland. Da man fik muligheden for at købe Grupa Siliكاتy fra CRH på meget gunstige vilkår slog ledelsen til. Sælgeren finansierede faktisk aftalen. Det efterfølgende opkøb af HDKS krævede dog et beløb på ca. 800 mio. kr. brutto. Lånet i banken var en mellemfinansiering, indtil en stor aktietegning kunne bringes på plads.

Her skaffede man 504 mio. kr. netto, så gælden kun voksede med ca. 300 mio. kr. Ved udvidelsen opnår H+H ikke alene tilføjelse af en stor ny aktivitet med udvidede vækstmuligheder fremover og en styrkelse af den samlede markedsposition i Tyskland og Polen inden for byggematerialer, men man fik udvidet sin egenkapital fra 377 mio. kr. med et relativt stort beløb på 504 mio. kr. Det var kun muligt i kraft af et højere børskursniveau end indre værdi, og herigennem har man fået cementeret selskabets økonomiske base i form af egenkapital. Man har med andre ord løftet selskabets niveau markant op, og pr. 30-06 opgøres egenkapitalen til 926 mio. kr. Nettogælden udgør nu 723 mio. kr. Gearingsforholdet (Egenkapital: Nettogæld) er dermed faldet til 1:0,8 fra 1:1,2.

I tillæg har H+H med forøgelse af sin størrelse opnået en forbedring af stillingen i den europæiske branche for byggematerialer. Internt betyder udvidelsen i Tyskland og Polen, at UK reduceres i vægt fra 43 % af omsætningen til 33 %. Stabiliteten øges derved.

Udsigt for udviklingen i selskabet og aktiens forhold

Konsolidering, inkorporering og organisk vækst i salget er hovedpunkter i den fase, som selskabet nu er trådt ind i efter overtagelsen af ikke mindre end 15 fabrikker med produktion af kalksandsten i Q1. Medarbejderstaben er udvidet til over 1.600. 2018 vil blive påvirket af en række regnskabsposter af unormal art, som er relateret til de to opkøb, og netto vil det indebære en belastning. Omkring driften af de tilkøbte virksomheder kan de føres videre uden behov for omlægninger, da de fungerer udmærket og befinder sig i markeder med god efterspørgsel. Koncernledelsen i H+H får derfor tid til at finde frem til mulige forbedringer ved fremtidig koordinering. Det skal understreges, at kalksandsten er et helt nyt produkt, selv om det er beslægtet med gasbeton, og man skal derfor lære at begå sig i denne form for forretning.

Indtjeningen i 2018 vil altså være lavere end normen fremover, og det skyldes flere forhold: De to selskaber indgår i 10 måneder (HDKS) og 9 måneder (Polen), man udgiftsfører poster relateret til opkøbene, kapitaludvidelsen i juni indebærer kun halv vægt for året og endvidere er der særlige udgifter i forbindelse med driftsstop i UK med ekstra udgifter til transport af varer fra Polen for at klare orderne. Sidstnævnte er overstået nu, og volumen af output øges i UK i den kommende tid.

I 2017-rapporten er der lanceret nye og højere mål for indtjeningen, idet man angiver 11 % som minimum for overskudsgraden (EBITA) og 12 % som minimum for ROIC (driftsoverskud i forhold til gennemsnitlig investeret kapital). Ved fuld 12 måneders vægt af de to tilkøbte selskaber næste år og normal drift på den udvidede fabrik Borough Green skulle det være muligt at præstere et EBITA-overskud (2019E: 2.750 mio. kr. omsætning x 0,11) på ca. 300 mio. kr. Den investerede kapital vil udgøre ca. 1,75 mia. kr. og ROIC vil dermed ligge på 17 %. Det lave renteniveau betyder en moderat udgift til finansposter på sandsynligvis ca. 30 mio. kr. Et resultat før skat på 270 mio. kr. burde derfor være opnåeligt, og ved normal skattesats (22 %) svarer det til et nettoresultat på ca. 210 mio. kr. Indtjening pr. aktie (EPS) kan så estimeres til 11,7 kr., og egenkapitalen vil ud fra disse skøn blive forrentet med 18-19 %. Men nu må vi se, hvordan en så stor udvidelse af aktiviteten kan komme til at fungere. I praksis kræver det ofte større anstrengelser, end man forudser.

Er det så lykkedes allerede nu at få bragt H+H tilbage i fin form med en passende robusthed til at kunne klare sig i den altid lunefulde byggematerialeindustri? Ja, den gamle aktivitet med gasbeton er i god form og de ydre forhold på markedet med høj efterspørgsel giver plads til at hæve priserne og dermed forbedres indtjeningen. Det store spørgsmål drejer sig om værdien af det nye virkefelt inden for kalksandsten. Prisen ved overtagelsen var lav i Polen men fair i anden omgang ved købet af det større selskab HDKS. Som ny ejer er man ikke bagefter på point fra starten som følge af købsprisen, men der skal arbejdes hårdt og udvises opfindsomhed for at skaffe merværdi i de kommende år. Som investor skal man have tillid til ledelsen af selskabet, som skal forestå den store opgave med at håndtere udvidelsen, der udgør 60-70 % målt i forhold til den gamle H+H-koncern.

Den økonomiske styrke angående finansiering (gæld) er forbedret, og der er plads til at kunne foretage opkøb for op mod 500 mio. kr., så vidt vi kan vurdere forholdene. I givet fald vil det kræve optagelse af langfristede banklån. Indtil videre er man dog optaget af opgaven med at få de tilkøbte nye aktiviteter indarbejdet i koncernen, som dermed står på to ben (gasbeton og kalksandsten) - men begge er afhængige af salg til byggesektoren.

To forhold giver anledning til særlig opmærksomhed: 1) den overordnede politisk dirigerede udvikling i UK og Rusland. For UK 's vedkommende er Brexit spørgsmålet fortsat uafklaret. Den konservative regering har nu sat november som tidsfrist for en afklaring. Forhandlingerne såvel internt i regeringen som eksternt med EU er forløbet langsomt og indtil videre med et dårligt udfald, hvorved hele Exit-processen måske kan ende med at måtte opgives. Der er to vigtige påvirkninger for H+H: kan boligmarkedet ved et Exit udfald undgå et dyk, som vil ramme nybyggeriet, og vil værdien af GBP på ny stige ved en Remain løsning? Vi mener, at Down side Risk burde være af moderat størrelse, og at der er større chance for en positiv udvikling. 2) Rusland er speget og et hængeparti med ukendt varighed. H+H er eksponeret vedrørende investeringen i fabrikken ved Skt. Petersborg (færdigt i 2009) og evnen til at fastholde den opbyggede markedsposition. Omsætningen i 2017 udgjorde kun 76 mio. kr., og anlægsaktiverne var bogført til 129 mio.kr. Upside perspektivet må være enormt, hvis alting atter bliver vendt til fremgang og glæde i dette vanrøgtede land.

Ved kurs 120 har H+H en børsværdi på 2.158 mio.kr. P/E(18E) og P/E(19E) estimerer vi til henholdsvis 12,8 (120/9,4) og 10,3 (120/11,7). Indre værdi af aktien er pr. 30-06 på 52 kr. Betaling af udbytte er en afgørende egenskab for ethvert selskab og dets aktie, men genoptagelse heraf kommer næppe på dagsordenen før om et par år. Et afgørende punkt bliver tilfredsstillende forløb og værdiudvikling for den store nye satsning med kalksandstensproduktion, og hvorvidt der fremkommer muligheder for nye opkøb i de næste par år.

Risikomæssigt er udviklingen på ejendomsmarkedet med ejerboliger i centrum afgørende for selskabets økonomiske udvikling. Her udgør det ekstremt lave renteniveau og adgang til rimelig lånefinansiering en afgørende rolle. Før eller siden må eventyret om næsten-gratis-penge jo høre op, og det kan udløse et afbræk i de gunstige afsætningsforhold. Foreløbig er denne trussel teoretisk.

Styrker – Svagheder – Muligheder –Trusler

Styrker

Selskabets styrke består i de velindarbejdede porebetonprodukter og en smal organisation, der hurtig kan agere og tilpasse sig. H+H-produkterne er nemme at arbejde med for håndværkerne, har høj ensartet kvalitet og tilbydes til konkurrencedygtige priser. Let montering er en styrke i salgsprocessen. Kalksandsten er en naturlig udvidelse af produktpaletten, da det komplementerer porebeton som et billigt byggemateriale. Salgsmulighederne udvides markant, da kalksandsten benyttes til skillevægge i etagebyggeri. Kapaciteten på de nuværende fabrikker er velafbalanceret.

Svagheder

H+H er især afhængig af udviklingen på det britiske marked, hvor en enkelt storkunde dominerer. Brexit har hidtil kun belastet ved en svækkelse af GBP, men landets økonomiske fremtid er uklar. 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 kannibalisere porebeton-markedet. Selskabet er konjunkturfølsomt (især nybyggeri af private boliger).

Muligheder

Indtjeningen forbedres løbende af de igangsatte effektiviseringer. 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 betydelig 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 i Storbritannien – enten ved påbegyndelse af opgravning af sand til anvendelse i produktionen eller ved et frasalg af disse områder.

Trusler

Den største trussel er konjunkturforsvælgelsen, der påvirker byggeaktiviteten. Her er renteforholdene afgørende. Et lavt niveau er altid til gavn for aktiviteten i byggesektoren, og for nærværende kan renten næsten kun gå en vej: opad. Det vil dog nok primært føre til afdæmpning i byggeriet i Danmark, Sverige og Benelux - muligvis også Tyskland. UK synes sikret til og med 2021, da landet tillige med Polen og Rusland har et stort behov for nybyggeri. H+H er altså delvis afhængig af det statslige støtte-program for nybyggeri.

Regnskabstal

mio. kr.	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
Omsætning	1.260	1.380	1.621	1.611	1.622	2.450
EBITDA	94	137	182	211	242	360
EBIT	6	45	80	122	165	190
EBT	-37	1	94	104	116	155
Nettoresultat	-92	-23	39	89	90	135
Balance	1.293	1.217	1.246	1.189	1.327	2.600
Nettogæld	532	517	445	387	459	675
Immaterielle aktiver	80	96	66	82	85	440
Materielle aktiver	883	769	842	819	844	1.400
Egenkapital	294	152	255	278	377	1.020
Antal ansatte	885	866	1.034	1.041	1.062	1.600
EPS	-9	-2	4	7	7	9
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	27	14	21	23	31	57
EBIT margin %	0,5	3,3	5,0	7,6	10,1	7,8
Egenkapitalforrentning%	NA	NA	19,3	33,5	27,4	16,4
Egenkapitalandel %	33	12	20	22	28	39

NB: Aktietegning med nettoprovenu på 504 mio. kr. er gennemført i juni måned for at finansiere opkøbene. HDKS vil i 2018 indgå med 10 måneder og Grupa Silikaty med 9 måneder. Særlige poster vedr. Borough Green (ekstra transportudgifter) og de to opkøb er indregnet med -65 mio. kr. i EBIT-resultatet. Den reelle EBITA driftsmarginal er dermed ca. 10,4 %.



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

Anbefaling:

Dato	Kurs	Kort sigt	Langt sigt
06-04-2018	125	Afvent køb	Køb
23-08-2017	107	Hold	Køb
03-04-2017	98	Køb	Køb
24-08-2016	74	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.