

**Aktien er for lavt prissat. Selskabet er i fin form og står stærkt med sine velfungerende byggematerialer. Afsætningen kan dog blive ramt af følgevirkninger af Corona-virus pandemien. Boligmarkedet er nemlig følsomt over for usikre jobforhold og stigende rente.**

- Aktiviteten i de europæiske datterselskaber kørte i 2019 tæt på fuld kapacitetsudnyttelse. Selv i UK har man klaret sig godt. I Q4 fremkom der dog en mindre afmatning. Alt er gået godt sidste år. Virksomheden i Rusland blev frasolgt. Regnskabstekniske regler betød dog bogføring i resultatopgørelsen af allerede nedskrevne finansposter, og dermed blev overskuddet belastet med 121 mio. kr., som ikke var likviditetskrævende. Det reelle overskud var altså langt større end nettoresultatet på 149 mio. kr.
- Udviklingen i hele koncernen var positiv. Det gælder også for de tilkøbte fabrikker inden for kalksandsten. Her udvides med mindre opkøb. Generelt konsoliderer man sin markedsposition og styrker overhead-funktionerne for at kunne leve op til de stadig mere tydelige krav om en aktiv og positiv profil for virksomheder i forhold til det omliggende samfund (ESG).
- Opgradering af produktionsudstyret er sat på dagsordenen efter mange år med nedslidning. Et løft er nødvendigt men afkastet lavt.
- Efterfølgende er der indtrådt to markante ydre forandringer: Corona-pandemien har ramt Europa og prisdyk på råolie. De omfattende modforanstaltninger er ved at fremkalde et hidtil ukendt afbræk i al normal økonomisk aktivitet.
- Rækkevidden af Corona-nedlukningen og en række tiltag for at afbøde skadevirkningen og stimulere økonomien er umulig at vurdere. For H+H drejer det sig om nybyggeriet og dermed boligmarkedets udvikling (indkomst/beskæftigelse og renteforhold).
- Den kortsigtede påvirkning af selskabet burde blive begrænset. Risikoen drejer sig om fornyet priskonkurrence ved en nedtur, men det synes ikke at blive tilfældet. Bekymringerne angår de langsigtede perspektiver med mulighed for rentestigning og et afbræk i det generelt stærke marked for ejerboliger, der har drevet væksten i nybyggeriet.
- De vigtigste direkte konkurrenter i segmentet for byggematerialer til indervægge er Xella, Tarmac, Forterra og Solbet.
- Konklusionen for aktien er køb på både kort og langt sigt. Børskursen (72) er blevet halveret fra toppunktet medio februar på 142. Der er opstået dyb uklarhed om fremtiden og dermed indtjeningen, men den uhørt lave børsværdi giver upside mulighed.

Aktuel Kurs: 72

Børs: MidCap indekset

Markedsværdi: 1.295 mio. kr.

Antal aktier: 17,98 mio. styk

Næste regnskab: Q1 den 15-05-2020



## Anbefaling:

Kort sigt: Køb (Afvent Køb)

Langt sigt: Køb (uændret)

Forventet kursudvikling 0-6 mdr.: 65–125

Forventet kursudvikling 12-18 mdr.: 125–175

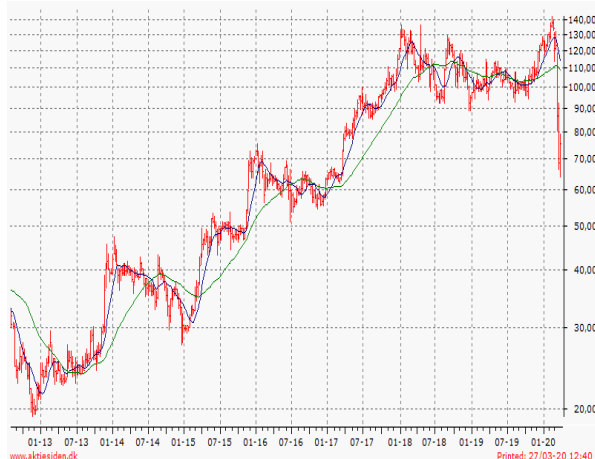
Tidligere anbefaling: Afvent køb/Køb ved kurs 100 den 29-08-2019

## Selskabets forventninger til indeværende regnskabsår

Oprindeligt lød guidance for omsætningen på +/-2 % i lokal valuta, EBIT skønnedes til 300-360 mio. kr. (366 mio. kr. i 2019). Investeringerne bliver på 140-180 mio. kr. (inkl. en ny CSU-fabrik ved Gdansk). Henset til midlertidig nedlukning af visse dele af UK som følge af Corona har H+H pr. 25-03 valgt at tilbagetrække den oprindelige guidance.

Omkostningerne til materialeindkøb mv. påregnes at stige væsentligt (NB: olieprisen er efterfølgende faldet som en ny udvikling). Kapacitetsudnyttelsen er høj de fleste steder. I januar er et opkøb i Tyskland inden for porebeton faldet på plads. Ledelsen ønsker at udføre yderligere tilkøb.

## Kursudvikling siden 2013:



Høj / lav seneste 12 måneder: Høj 142,4 / Lav 63,9



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 byggematerialer til vægge. Selskabets motto er: Partners in wall building. Der er tale om porebeton (gasbeton) og kalksandsten (CSU: Calcium Silicate Units) til nybyggeri og renoveringsopgaver. Man har 29 fabrikker (+1 under opførelse). Produkterne anvendes primært som indervægge i nybyggeri og i mindre grad til renoveringsopgaver. Gasbeton har fortrinlige egenskaber ved at isolere mod kulde/varme og lyd, ligesom det er mere robust ved brand end de fleste andre materialer, der kan anvendes til sådanne byggeopgaver. Der er tale om produkter og løsninger med let anvendelse ved montering. Produkterne forener derfor en række positive egenskaber med lav lønudgift ved opstillingen, hvilket er vigtigt i byggebranchen.
- Kalksandsten kom til i 2017 som en ny satsning via købet af Grupa Silikaty i Polen (købt i juli 2017 - overtaget pr. 04-04 2018) og HDKS (købt 14-12-2017 - gennemført 28-02 2018). Yderligere blev en fabrik (51 % andel) ved Dresden overtaget i 2018, og her indgår også et salgsselskab i Tjekkiet. Kalksandsten er meget anvendt som byggemateriale i Centraleuropa (Tyskland, Tjekkiet, Polen og Holland), herunder i etagebyggeri som indervægge. Målet med udvidelsen 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. Et andet aspekt er, at kalksandsten benyttes ved etagebyggeri. Porebeton er orienteret mod parcelhuse og tæt-lavt byggeri. Væksten foregår i storbyerne. Ledelsen omtaler mulighed for tilføjelse af andre former for byggematerialer (vægge). 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 ledende (nr. 1-2) 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 og Polen. Produktionen af porebeton udføres på seks fabrikker i Polen, tre i Storbritannien og fire i Tyskland. Den fjerde i Tyskland blev købt i 2019 og overtaget i 2020. Fabrikken i Rusland blev solgt i 2019. Den samlede årlige produktion udgør over 3 mio. m<sup>3</sup> porebeton. Danmark og Benelux forsynes fra de tyske fabrikker, mens Sverige dækkes fra fabrikker 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 porebetonfabrik. HDKS havde sin aktivitet placeret i Tyskland, hvor der var 7 fabrikker. Yderligere en kom til i 2019 (Dresden), og ekstra er overtaget i 2020. Schweiz er et nyt marked, idet købet inkluderede en fabrik her. Samlet har man nu 16 anlæg til disse produkter. Porebeton og kalksandsten er nærtstående byggematerialer, og ledelsen satses på at opnå synergi både markeds- og omkostningsmæssigt. Opkøbene i Polen og Tyskland/Schweiz komplementerer den bestående forretning med porebeton særdeles godt. Samtidig styrker det H+H's position som leverandør til byggesektoren og vægten som virksomhed i forhold til de store konkurrenter.
- Aktiviteterne er opdelt efter hovedmarkederne i UK, Tyskland og Polen, mens andre lande forsynes fra fabrikkerne i de to sidstnævnte lande. UK stod i 2019 for 31 % af omsætningen, Tyskland 25 %, og Polen 27 %, mens øvrige lande udgjorde 14 % og Rusland (fraselgt) lå på 3 %. Omsætningens fordeling på produkttype var 71 % porebeton og 29 % kalksandsten. Den vigtigste forandring har været udvidelsen med kalksandsten, hvorved Tyskland fik tungere vægt. Det reducerede derfor andelen for det hidtil største marked, UK. Valutarisk giver det større stabilitet. Både UK og Polen har frit stående valutaer i forhold til Euro, og tilsammen er de to landes andel 58 %.
- Hovedkontoret er placeret i København. Organisationens størrelse er fortsat lille men udvides for at kunne håndtere væksten og en aktiv indsats omkring CSR og andre hensyn. Koncernen 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. Topledelsen følger udviklingen i salgspriserne direkte, og takket være en snæver 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 1.685 medarbejdere sidste år (2018: 1.651). På hovedkontoret i Danmark er der ca. 15 ansatte. Udgiften til medarbejdernes løn, pension mv. svarer til 19,7 % af omsætningen.
- Ultimo 2019 havde H+H 4.923 aktionærer (2018: 5.337; 2017: 4.234; 2016: 3.919). De registrerede aktionærer ejer 95 % af aktierne. De kendte aktionærer er ATP (13,0 %), Nordea Funds Management 6,9 %, Handelsbanken Fonder 5,5 %. Universal-Investment-Gesellschaft mbH har for nylig reduceret sin ejerandel til 4,9 % (oplysningskravet indtræder ved 5,0 %).
- For at finansiere tilkøbene gennemførtes i juni 2018 en aktietegning med et nettoprovenu på 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 en gang opnåede H+H både en markant styrkelse af sin egenkapital og finansiering af de to store tilkøb (pris: 844 mio. kr.).

## Virksomhedens udvikling i 2019

Udvidelsen af virkefeltet med kalksandsten bidrog til den gode udvikling i 2019. Kalksandsten er placeret tæt op ad porebeton med nogenlunde samme struktur omkring salg og betjening af kunder. Der var derfor ikke behov for store ændringer med sammenlægning af fabrikker og besparelser. Forløbet ser ud til at være gået fint, og ledelsen ønsker at udvide yderligere inden for begge produktområder.

Der har været høj efterspørgsel og kapacitetsudnyttelse, men i Tyskland har der alligevel været udfordringer med de faktiske leverancer i form af forsinkelser mv. UK har klaret sig godt. Her har udvidelsen af en af de tre fabrikker været i drift hele året, så man er ikke belastet af ekstra transportudgifter til import. Polen har glimrende aktivitet, og her er en ny fabrik til kalksandsten snart klar til drift. Mens der ydes støtte til nybyggeri i både UK og Tyskland drives Polen af et stærkt marked for nye boliger, der skubbes frem af lav rente.

Afsætningen i Q4 blev imidlertid negativt påvirket af afmatning i både Tyskland og Polen, mens udviklingen i UK sammenlignet med Q4/2018 forklares med lagerforskydninger efter opstarten af Borough Green fabriksudvidelsen i 2018. For hele året præsterede H+H en organisk vækst på 6 %, og bruttoavanceprocenten blev forbedret til 31 (27), EBITDA-beløbet voksede med 31 %, mens EBIT steg mere behersket med 17 %. Overskudgraden blev løftet fra 9 til 13 %. Det frie cash flow er flot med +264 mio. kr. Nettogælden ligger nu på 407 mio. kr. Ændringen heri blev mindre end det frie cash flow, nemlig på 118 mio. kr., idet leasing nu bogføres som gæld. Man fik afsluttet frasalget i Rusland. Det har været en stor og langtrukken skuffelse, at denne spændende offensive satsning på en bar mark med bygning af en effektiv fabrik placeret nær Skt. Petersborg efter 10 års drift alligevel måtte afvikles. Rusland har hele tiden været et svært marked, uanset hvor gode produktløsningerne end var. I stedet ekspanderer man nu videre i Tyskland og Polen, hvor markedspositionen udbygges, og man medvirker målrettet til konsolidering af strukturen på færre udbydere.

Samlet er den store udvidelse af forretningen med kalksandsten (opgjort i antal medarbejdere udgjorde det +60 %) forløbet godt her i startfasen. Med tilfredshed som foreløbig konklusion er man klar til at gennemføre nye tilkøb, men det tyder på at blive mindre udvidelser.

## Stærke produkter har skabt ekspansion – men afbræk i konjunkturerne har med mellemrum krævet tilpasninger

Selskabet har altid været orienteret mod fremstilling af porebeton (gasbeton), og produktmæssigt har udviklingen derfor bestået i lancering af fornyelser omkring dette produkts udformning (størrelse) og montering. Det er så blevet udvidet med salgsindsats omkring arkitektarbejde med planlægning af byggeprojekter for at sikre anvendelse af H+H-porebeton til indervægge frem for andre byggematerialer. Markedsmæssigt har man altid stået stærkt i Danmark. UK kom med i 1960'erne og er blevet en fantastisk succes. Nu udgør UK 31 % af omsætningen. Efter udvidelserne ind på markedet i Tyskland og afbræk i byggeaktiviteten herhjemme ændrede man strukturen ved koncentration på færre, store fabrikker. Danmark forsynes derfor fra de tyske anlæg. I Sverige importerer man også porebeton, men markedet domineres af træ som byggemateriale. Benelux søges udviklet med tilførsel fra de tyske fabrikker. Polen blev en ny satsning fra 2005, og her er det lykkedes at konsolidere positionen via opkøb for at forstærke markedspositionen og reducere konkurrencepresset. I disse år udviser markedet i Polen høj efterspørgsel, og Polen er nu blevet et lidt større marked end Tyskland for H+H. Samlet står H+H i dag med en stærk markedsposition og effektiv struktur i sit udbud af tunge byggematerialer til kunderne.

Efter udvidelsen i 2005 mod øst i Polen tog man fat på en ny, stor satsning: at etablere et brohoved i Rusland ved bygning af en helt ny fabrik placeret ved Skt. Petersborg. Projektet blev imidlertid fra starten ramt af Finanskrisen, som ramte Rusland's økonomi hårdt. Markedet for gode byggeløsninger med anvendelse af porebeton er klart til stede i Rusland, og det er stadigvæk tilfældet, men H+H har efter 10 års bøvvl opgivet. Man solgte dattervirksomheden i 2019, og tabet har været enormt. Om man nogen sinde kommer tilbage er tvivlsomt - men behovet for byfornyelse med ordentlig kvalitet er fortsat enormt i Rusland.

I 2018 gennemførte H+H en meget stor offensiv satsning ind på et nyt, tilgrænsende marked. Man opkøbte en række fabrikker inden for kalksandsten fra HeidelbergCement. Der er tale om velkørende virksomheder uden behov for store forandringer. Hensigten er ikke at ændre strukturen men at udvide ved opkøb i det omfang det bliver muligt i de kommende år. Det er ligeledes hensigten at udnytte fælles fordele omkring betjening af kunder i byggesektoren med tilbud om levering af både kalksandsten og porebeton, altså at opnå synergi i salget.

Virksomheden er nået frem til en fase med konsolidering og styrkelse af fælles funktioner og profil. Her vil en tydelig indsats for at opfylde ESG-mål blive prioriteret. Omkring kapacitet mener ledelsen, at der er opstået et efterslæb pga. nedslidning, og det vil kræve ekstra beløb til påkrævede fornyelser. Forretningsmæssigt vil man søge at opbygge salg i nærliggende lande, ligesom man vil opkøbe mindre konkurrenter i de to nuværende segmenter. Man overvejer også at udvide med nye materialeformer, men hvilke byggevarer omtales ikke. Temaet hos H+H sætter rammen, der er defineret: Partners in wall building.

### Udvidelsen i 2018 med kalksandsten som nyt produktområde

Tilkøbet i 2017/18 af 15 fabrikker plus en i 2019 og en under opførsel i Polen inden for produktion af kalksandsten 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 markedsfølsomt (salg og konkurrence). De polske aktiviteter fik man købt på særdeles gunstige betingelser, og med den stærke position i dette land inden for porebeton står H+H 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. Derfor er 2019 det første år med fuld indregning af de to opkøb.

Rationalet i udvidelsen af virkefeltet med et tilgrænsende men anderledes byggemateriale må ses som udnyttelse af en gunstig mulighed. Det giver en række fordele både geografisk og produktmæssigt med mulighed for at opnå stærke markedspositioner. H+H gennemførte en stor kapitaludvidelse og anstrengte sine økonomiske ressourcer for at kunne klare denne interessante satsning. Med købene opnåede man større absolut format i forhold til konkurrenterne og bedre salgsadgang til etagebyggeri. Indtil videre har forløbet angiveligt været problemfrit. Udviklingen vil vise, om H+H bliver en dygtigere ejer end forgængerne. Selskaberne er velkørende og indarbejdede på deres markeder med en ledende stilling. Man ser ikke ud til at være blevet ramt af "lærepenge" fra indtoget i denne 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 punkt 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 placeret her plus generel øget interesse hos unge mennesker for adgang til gode fritidstilbud (sport, underholdning, kultur, omgangskreds) såvel som indkøb og service.

Porebeton benyttes normalt til low-rise byggeri (1-2 etager), mens kalksandsten benyttes som bærende skillevægge og lejlighedsskel i etplansbyggerier og byggerier i flere etager. Ideen er at kombinere udbuddet, men formentlig ønsker H+H vel i virkeligheden at fremme udbredelsen af porebeton i denne forbindelse. Let montage giver porebeton fordele omkostningsmæssigt, og udførelsen af arbejdet er også hurtigere.

### Perspektiv for selskabets udvikling og aktiens børsværdi

Selskabets er i fin form omkring sine egne driftsmæssige forhold, men man imødeser i år pres på indtjeningen fra cost-siden i form af stigende priser på indkøbte råmaterialer. Dette punkt omfattede også prisen på energi, men efterfølgende er olieprisen pludselig blevet halveret efter udbrud af en magtkamp mellem Saudi Arabien på vegne af OPEC og Rusland. Dermed er der i stedet kommet gunstige forhold mht. udgiften på energi. Man betaler imidlertid også afgifter for CO<sub>2</sub> udledning mv., og her er der ingen lempelse.

Afsætningen forventes at være god trods afdæmpningen i Q4. Der er fortsat støtteprogrammer til fremme af boligbyggeriet for private i UK og Tyskland. I alle lande nyder man godt af lav rente og generelt gunstige belåningsforhold, men afbrækket i den økonomiske udvikling, som Corona-stop foranstaltningerne har medført i de enkelte lande, er ved at ændre denne situation. Der er indtrådt en uventet stigning i renteniveauet som følge af udsalg af obligationsbeholdning, der ser ud til at være forceret af store kurstab, som har ramt alle mulige former for porteføljer. Tiden med ekstremt gunstige renteforhold kan være forbi.

Corona-forløbet her i marts måned har fået karakter af en torpedering af de europæiske landes økonomi. De fortsat gode konjunkturforskel for byggesektoren kan blive spoleret. I bedste fald bliver det en pause. Det vil afhænge af længden og omfanget i nedlukningen af en stor del af den økonomiske aktivitet. Igangværende byggerier og dermed ordrer hos H+H skal selvfølgelig gennemføres, men der vil opstå forsinkelser og merudgifter. Det åbne spørgsmål angår det videre forløb, og her vil udviklingen i boligpriserne blive afgørende. Ejendomspriserne påvirkes af en række faktorer med beskæftigelse (privates indkomstforhold) og renteforholdene i centrum. Hertil kommer udsving op og ned i ønsket om køb/salg og politisk dikterede vilkår omkring skatter og eventuelle støtteordninger. Udviklingen på ejendomsmarkedet er nu ramt af usikkerhed, og tilbageholdenhed med opstart af nye projekter må påregnes. Vent og se holdningen vil brede sig.

UK endte med en hård Brexit-løsning, og 2020 er overgangsåret i det omfattende procesforløb, som nu er indledt. Konsekvensen ser ud til at blive en gennemgribende forandring, hvor UK vil opnå en klart mere selvstændig stilling i forhold til resten af Europa, herunder en opløsning af et i praksis tæt parløb i renteudviklingen mellem Euroland og UK. For H+H vil det indebære en opsplittning af markederne og

mulighed for større udsving for UK-datterselskabet. Valutarisk vil GBP stå alene i verden. Den britiske regerings beslutning den 23-03 om delvis nedlukning af landet for at undgå spredning af Corona-smitte giver usikkerhed for H+H og medfører, at den oprindelige guidance for 2020 trækkes tilbage. Ledelsen pointerer, at starten på året for selskabet som helhed ellers har udviklet sig planmæssigt.

Udsigten for indeværende år er fastholdelse af niveauet for omsætning og indtjening på driften (EBIT). Resultatet i 2019 blev belastet voldsomt af et regnskabsteknisk krav om udgiftsførelse af renter og valutatab (121 mio. kr.) relateret til frasalget af det russiske datterselskab. Der var tale om den akkumulerede belastning, som allerede var bogført direkte på egenkapitalen og således heller ikke krævede likviditet. Kort sagt betyder det, at finansposterne i 2020 vil blive normale, mens 2019-regnskabet var aldeles skævt.

Ud fra den fremlagte ramme i guidance (som er afgivet før Corona-afbrækket indtrådte) estimerer vi et resultat efter skat på 260 mio.kr. (149), svarende til EPS 14,4 kr. Den negative påvirkning af Corona-chokket vil i første omgang afhænge af forsinkelser og ekstra besvær i driften, men i kraft af ordrebaseret styring burde belastningen blive moderat. Det store og åbne spørgsmål angår udsigten for byggeaktiviteten i andet halvår og videre frem. Det bestemmes af forholdene på ejendomsmarkedet i de enkelte lande. Efterspørgslen og prisniveauet på boliger afhænger af forholdene for indkomster (beskæftigelse og løn fremover) og kredit-/rentevilkår. Selskabet leverer til byggeri af alle typer og er derfor ikke særligt udsat omkring de ofte omtalte prestigeprojekter med flot beliggenhed i havneområder mv.

Vi forventer ikke en ny lavkonjunktur som konsekvens af det eksogene chok fra Corona-pandemien. De omfattende afværgeforanstaltninger med nedlukning af aktiviteter og lancering af statslige støtteordninger vil indebære en drastisk udvidelse af underskuddet på de offentlige finanser. Dermed indledes en langsigtet belastning fra gældsoptagelsen (=udskudt betaling af skat til dækning heraf). Som følge af de i forvejen ekstremt lave renter (qua ekspansiv pengepolitik fra tidligere) peger pilen opad for renteniveauet som følgevirkning. Hvis der i stedet virkelig opstår et dyk i nationalindkomsterne i Vestlandene med en tilstand af depression, vil byggeriet selv sagt blive ramt af en katastrofeopbremsning, men dette scenarie forekommer ikke sandsynligt.

Vi påregner et afbræk i den normale økonomiske aktivitet af en-to måneders udstrækning med varierende vægt ned og op. Der er opstået en situation med kort horisont for næsten alle former for aktivitet og kun få erhverv og virksomheder kan holde sig fri heraf. Opgaven består i at få genoprettet aktivitetsniveauet og undgå kamp på salgspriserne. Belært af erfaringen vil alle i branchen vel bestræbe sig på at undgå prisnedsættelser. H+H-ledelsen ser således ud til at holde nøje øje med fabriksudvidelser hos konkurrenterne for at undgå for stort udbud.

Aktiens børskurs er faldet drastisk til 72. Det er samme niveau som i 2017, altså før den store ekspansion og aktietegning. Aktien handles til P/E 5,0 (72/14,4), men indtjeningen kan blive ramt af Corona-afbrækket. Hvor bunden er vides jo ikke, men det er vores vurdering, at det nedadgående salgspres har været aldeles overdrevet. Dermed er der opstået en gunstig købsmulighed.

## 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 porebeton er nem at arbejde med for håndværkerne, har høj ensartet kvalitet og tilbydes til konkurrencedygtige priser. Let montering udgør en styrke omkring anvendelse og dermed fremmes salget. Udvidelsen med tilkøb af fabrikation af kalksandsten er naturlig, da det komplementerer porebeton som et andet 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 (31 %) og dermed af udviklingen på det britiske marked. En storkunde i UK er dominerende her (18 % af koncernens omsætning svarende til 58 % af UK-salget). Brexit har indtil videre belastet ved en svækkelse af GBP-kursen. Pensionsforpligtelser for medarbejdere i UK kan på sigt rumme en risiko, da H+H over tid skal afdække differencen mellem aktiver og forpligtelser i disse ordninger. Rentefaldet synes at være kulmineret. Udvidelsen af aktiviteten med kalksandsten vil til dels konkurrere med porebetonen. Selskabet er konjunkturfølsomt (især nybyggeri af private boliger).

**Muligheder:** Indtjeningen kan forbedres fra stordrift, effektiviseringer, 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. Uudnyttede arealer ved Borough Green fabrikken, UK, kan give gevinst ved et frasalg.

**Trusler:** Generelt er den største trussel konjunkturfølsomheden. Byggeaktiviteten er altid følsom og påvirkes af renteforholdene. Det lave renteniveau igennem mange år har givet høj byggeaktivitet. UK står efter Brexit gennemførelsen alene som 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. Et skift til højere rente vil kunne føre til afdæmpning af byggeriet i Polen, Danmark, Sverige, Benelux og i Tyskland. Det samme kan ramme UK. Et særligt vigtigt spørgsmål er de statslige støtte-programmer for nybyggeri i UK (udløber i 2023) og i Tyskland, som kan blive ændret. Genopretning af økonomien efter Corona tilsiger dog fortsat statslig støtte.

## Regnskabstal

mio. kr.	2015	2016	2017	2018	2019	2020E
Omsætning	1.621	1.611	1.622	2.523	2.840	2.950
EBITDA	182	211	242	410	539	530
EBIT	80	122	165	228	366	350
EBT	94	104	116	125	205	335
Nettoresultat	39	89	90	125	149	260
Balance	1.246	1.189	1.327	2.421	2.716	2.900
Nettogæld	445	387	459	525	407	250
Immaterielle aktiver	66	82	85	427	439	430
Materielle aktiver	842	819	844	1.424	1.558	1.625
Egenkapital	255	278	377	1.000	1.334	1.575
Antal ansatte	1.034	1.041	1.062	1.651	1.685	1.750
EPS	4	7	7	9,7	8,4	14,4
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	21	23	31	56	74	87
EBIT margin %	5,0	7,6	10,1	9,0	12,9	11,9
Egenkapitalforrentning%	19,3	33,5	27,4	15,3	12,8	17,9
Egenkapitalandel %	20	22	28	41	50	55

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. 2020 estimater er uden indregning af forventet negativ påvirkning fra Corona-pandemien.



## Seneste analyser:

Dato	Kurs	Anbefaling:	
		Kort sigt	Langt sigt
29-08-2019	100	Afvent køb	Køb
08-04-2019	103	Afvent køb	Køb
28-08-2018	120	Hold	Køb
06-04-2018	125	Afvent 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.