

## ANALYSE AF H+H INTERNATIONAL A/S efter halvårsregnskab 2024

Byggesektoren og dermed også H+H blev sidste år lige så hårdt ramt, som da Subprime-krisen i 2008 ramte sektoren. Udviklingen i første halvår har været udfordrende men også opløftende på en række områder. En genrejsning er i gang, men ting tager tid. Vi bemærker, at H+H fastholder sine mål om en markant indtjeningsfremgang set 3-5 år frem. Aktiekursen har givetvis set bunden.

- Omsætningen i første halvår er på niveau med samme periode sidste år. Der er således endnu ikke tale om et opsving, selvom der meldes om pæn vækst i omsætningen i både UK og Polen. På det tyske marked er der derimod ingen tegn på bedre tider.
- Indtjeningen skuffer, hvilket dog især skyldes en række særlige poster. Et krav fra myndighederne førte til en kortvarig lukning af produktionen på fabrikken Borough Green i UK i lidt over en uge og kostede 10-15 mio. kr. på EBIT. Derudover belaster restruktureringsomkostninger med 32 mio. kr. H+H indgik på det værst tænkelige tidspunkt gaskontrakter til faste (høje) priser. Nu har man betalt dyrt for at komme ud af aftalen, der samlet set i første halvår belaster med 110 mio. kr.
- Internt har H+H sidste år trimmet sig ved afskedigelse af ca. 30 % af medarbejderne, og lukning af fem fabrikker og dermed tilpasset fabriksnetværket til den vigende efterspørgsel. Denne proces kan på sigt for alvor gavne H+H, idet man nu producerer på mere effektive og miljøvenlige fabrikker. Det vil på sigt kunne bidrage positivt til indtjeningen.
- Mens det går godt i UK og Polen, trækker Tyskland ned i det samlede billede. H+H intensiverer

**AKTUEL KURS: 96,5**

**Børs: MidCap indekset**

**Markedsværdi: 1.592 mio. kr.**

**Antal aktier: 16,5 mio. styk**

bestræbelserne på at samle alle aktiviteter i Centralvesteuropa ét sted, hvilket skal sikre en mere simpel og strømlinet produktportefølje samt forbedre udnyttelsen og opptiden på fabrikkerne i dette område. På den korte bane koster det ekstra 20 mio. kr. i restruktureringer, men udgiften vil formentlig meget hurtigt være tjent hjem.

- Der er et stort behov for nybyggeri på kernemarkederne. Den nye Labour-regering i UK har udtrykt ønske om bygning af 1,5 mio. nye huse over 5 år, men der er endnu ikke forhandlet et politisk stimuli-tiltag på plads. I Polen forsøger regeringen at sikre opbakning til en meget omfangsrig plan for at støtte byggeriet. I Tyskland er det derimod uvist, om regeringen kommer med tiltag. ECB har sat renten ned én gang. Hvis det efterfølges af flere i det næste års tid, vil byggeaktiviteten igen stige til gavn for H+H.
- Efter vores vurdering er det kun et spørgsmål om, hvor længe man tør vente med at købe aktien. År til dato er aktiekursen steget med 9 % og 27 % det seneste år. Hvis vi har set bunden af konjunkturcyklussen i byggesektoren, er der meget mere at hente.
- Vores estimerede kursmål på 12-18 og 18-36 måneders sigt er baseret på, at renten i Europa falder og dermed kick-starter nybyggeriet.

### AKTIEVURDERING

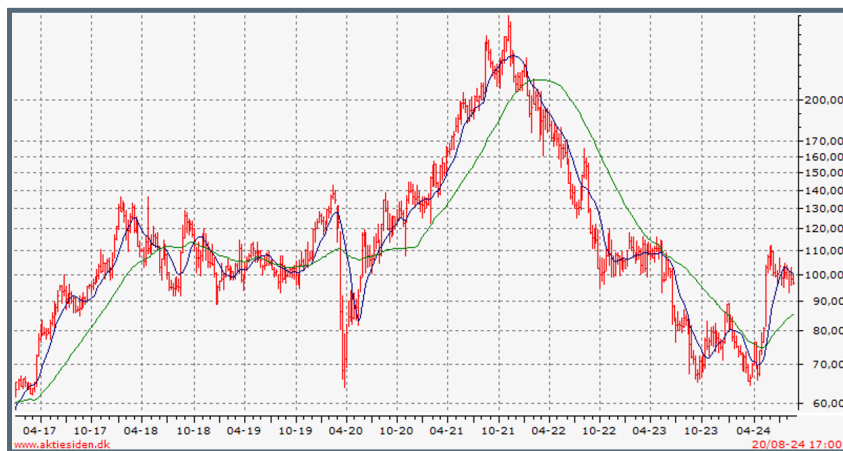
Kursudvikling 0-6 mdr.: 90-110

Kursudvikling 12-18 mdr.: 110-140

Forventet kursudvikling 18-36 mdr.: 140-175

Næste regnskab: Q3 regnskab den 19-11-2024

Næste analyse efter årsregnskab i marts 2025



Kursudvikling seneste 12 måneder:

Høj 112,2 / Lav 64,5

### Udfordrende første halvår men med mange lyspunkter for fremtiden.

At være leverandør af materialer til byggeindustrien er udfordrende, når konjunkturerne går imod sektoren. Aktiviteten i byggeriet påvirkes i høj grad af renteutviklingen, hvor en lav rente animerer til nybyggeri og modsat. Og netop de seneste år har været præget af en stigende rente til ugunst for byggeriet. Byggesektoren blev sidste år lige så hårdt ramt, som da Subprime-krisen i 2008 ramte sektoren.

Netop renteutviklingen giver dog grund til optimisme fremadrettet, da ECB i år har sænket renten, hvilket formentlig er første skridt mod endnu lavere renter.

Efter et drop i omsætningen sidste år har H+H i Q2 og første halvår opretholdt status quo for omsætningen. Dette dækker over pæn vækst i salget i UK og Polen til stabile salgspriser. Derimod skuffer udviklingen på det vigtige tyske marked, hvor høj rente, høje byggeomkostninger og mangel på statslige støttetiltag har medført yderligere fald i investeringsklimaet og byggetilladelser. Desværre er der ikke tegn på bedring.

Indtjeningen i Q2 og første halvår ligger på et meget lavt og utilfredsstillende niveau. Det skyldes blandt andet en række uheldige ekstraordinære forhold. Salgspriserne på H+H's produkter har i overvejende grad holdt niveauet med let stigende volumen, men de for nogle år siden indgåede gaskontrakter, som nu er annulleret, har virkelig kostet dyrt. Dertil kom en ekstra udgift på EBIT-niveau

### SELSKABETS FORVENTNINGER TIL 2024

I forbindelse med halvårsregnskabet har H+H konkretiseret årets forventningerne til nulvækst for omsætningen. Prognosen for årets EBIT før særlige poster sænkes til 50-100 mio. kr. (før 50-150 mio. kr.). Prognosen er baseret på en byggeaktivitet på niveau med i 2023, at nuværende prisdisciplin i markedet opretholdes, og at valutakurser for GBP, EUR og PLN forbliver på niveauet fra midten af maj måned.

### LANGSIGTEDE FINANSIELLE MÅL PÅ 3-5 ÅRS SIGT:

H+H fastholder de langsigtede mål om en EBIT-margin på 12 % (2 % i 2023), et afkast på den investerede kapital på 16 % (-9 % i 2023) og en finansiell gearing på 1-2 x EBITDA (3,6 x i 2023). De finansielle mål er baseret på fornyet opgang i byggeriet, at der opnås et gunstigt salgsmiks mellem porebeton og kalksandsten, en effektiv omkostningsstyring og opnåelse af effektiviseringsgevinster i driften.

H+H fastholder desuden målet om at blive netto nul CO2 emissionsudledende i produktionen i 2050. Programmet Zero Harm skal forbedre de ansattes sikkerhed med et mål om nul uheld.

# ANALYSE AF H+H INTERNATIONAL A/S efter halvårsregnskab 2024

på 10-15 mio. kr. som følge af, at myndighederne i UK i forbindelse med et kontrolbesøg valgte at lukke fabrikken Borough Green på grund af manglende sikkerhedsforanstaltninger. Borough Green står for produktion af ca. 15 % af H+H's omsætning. Heldigvis kunne H+H hurtigt bringe forholdene i orden, og lukningen varede derfor kun lidt over en uge, men det bidrog til at lægge yderligere pres på indtjeningen.

Baseret på en omsætning på 1.369 mio. kr. i første halvår, et bruttoresultat på 332 mio. kr. (svarende til en margin på 18 %), EBITDA før særlige poster på 67 mio. kr. (margin på 5 %) og et EBIT-resultat før særlige poster på -168 mio. kr. (margin på -2 %) endte halvåret med et underskud på 159 mio. kr. De særlige poster udviste et negativt resultat på 142 mio. kr. dækkende over 93 mio. kr. i tab ved førtidigt at lukke de indgåede gaskontrakter ned, 17 mio. kr. i tab på de selv samme gaskontrakter og 32 mio. kr. fra restrukturerings tiltag.

Nettogælden er vokset med 106 mio. kr. i halvåret til 993 mio. kr. svarende til en faktor 6,5 x EBITDA, hvilket er langt over selskabets ønskede gælds niveau.

## Mange lyspunkter borger for en god fremtid for H+H

Første halvår var præget af mange ufordelagtige forhold for H+H. Det fortsætter ikke fremadrettet. De uheldige gaskontrakter er nu afviklet. Renten i Europa er formentlig på vej yderligere ned over tid til gavn for byggeindustrien. H+H's salg i både UK og Polen udvikler sig gunstigt, og de gode tider vil kunne fortsætte. Ved valget i UK vandt Labour regeringsmagten. Labour lancerede i valgkampen sloganet "Get Britain Building Again". Målet er at der skal bygges 1,5 mio. nye boliger over 5 år. Det er ganske enkelt ikke holdbart, at en stor andel af de unge britere er nødt til at blive boende hjemme, da de ikke har råd til at købe eget hus. UK er et vigtigt marked for H+H. Netop for at være på forkant med en forventet stigende efterspørgsel er det besluttet, at genåbne fabrikken i Pollington, så den kan være operativ fra 2025 og frem.

I Polen er det statslige støtteprogram "2% Safe Credit" udløbet. Alligevel holder udstedelsen af nye realkreditlån sit niveau. Den polske regering arbejder på at få vedtaget et nyt omfangsrigt støttetiltag kaldet "Loan for Start". Der kan blive tale om et program med en potentiel støtte i niveauet 11 mia. PLN (19 mia. kr.). Der er endnu kun tale om et forslag, men tiltaget viser politisk incitament til at løse problemet med det store udækkede behov for bygning af nye huse til overkommelige priser.

I Tyskland ser det derimod mere dystert ud, idet der p.t. ikke er stimulitiltag fra regeringens side. For at mitigere den udfordrede situation på det tyske marked, vil H+H sætte yderligere skub i bestræbelserne på "Project One", der går ud på at samle alle aktiviteter i Centralvesteuropa ét sted i Düsseldorf. Det skal sikre en mere simpel og strømlinet produktportefølje og forbedre udnyttelsen og oppejderen på fabrikkerne i de omfattede lande. På den korte bane koster de ekstra restruktureringer 20 mio. kr., men udgiften vil formentlig meget hurtigt være tjent hjem.

## Udsigt til en ekstraordinær indtægt på ca. 190. mio. kr. senere på året

H+H har i de senere år lukket en række fabrikker, og samlet produktionen på andre nærtliggende og mere moderne fabrikker. Det vil i sig selv sikre en mere effektiv udnyttelse af produktionsapparatet, men samtidig giver det også mulighed for at sælge nogle af de lukkede fabrikker. Det er tilfældet i Warszawa, hvor der er indgået en betinget salgsaftale for jord og bygninger til en samlet pris på 110 mio. PLN (ca. 190 mio. kr.). For at aftalen bliver endelig mangler der nogle få juridiske forhold, men for nærværende ventes handelen at blive endelig senest i november 2024. Køber er ejendomsudvikleren ROBYG Group. Nettoprovenuet vil blive anvendt til at nedbringe gælden, så gælds faktoren kommer tættere på koncernens mål.

## Fokuspunkter for 2024

Det primære mål for 2024 er at sikre opretholdelse af prisdisciplin i markedet, hvilket forekommer muligt qua H+H's stærke markedsposition på kernemarkederne. Desuden vil omkostningerne blive styret stramt med fokus på cash-flow. Fortsat forbedring og effektivisering af fabriksnetværket har også høj prioritet. Henset til de foretagne effektiviseringer og fabrikslukninger i 2023 vil investeringsbehovet falde fremadrettet. H+H har desuden indført en række andre initiativer med henblik på at re-

ducere omkostningerne, blandt andet ved at standardisere en række processer ved at bruge digitale værktøjer (ERP-systemer). Størst potentiale for reducerede omkostninger på dette punkt ventes opnået i Centralvesteuropa, hvor aktiviteterne er blevet samlet på ét kontor i Düsseldorf. Det skal forbedre de interne forretningsprocesser og bringe den finansielle udvikling op på niveau med UK og Polen. Arbejdet med at koordinere indkøb, udbud og udnytte markedsmulighederne er sidste år blevet samlet i én funktion, hvilket samlet set vil gøre forretningsgangene mere stringente og føre til besparelser på foretagne indkøb til koncernen. Desuden vil H+H fortsætte med at introducere produkter på markeder, hvor de endnu ikke er tilgængelige.

Sideløbende vil H+H arbejde på at reducere selskabets CO<sub>2</sub>-emission med et mål om at blive CO<sub>2</sub> neutral i 2050. Her bidrager lukningen af ældre fabrikker til omstillingen, idet produktion flyttes til nye og mere effektive fabrikker med et lavere CO<sub>2</sub>-aftryk. En stadig større del af produktionen i Polen omlægges fra kul til gas. Programmet Zero Harm har en strategi om at reducere antallet af arbejdsulykker til 0, og det går klart den rigtige vej.

Med de mange fokuspunkter for 2024 går H+H forrest i sektorens arbejde med at blive klimaneutral ved at arbejde i henhold til Science Based Targets. Det koster at omlægge produktionen på den korte bane, men langsigtet giver det en række økonomiske fordele med reduceret energibehov i produktionen, der samtidig gøres langt mere effektiv til gavn for indtjeningen.

### Nu kan det ikke blive værre for H+H. Lovende udsigter for fremtiden

Byggeriet udvikler sig altid i bølger. Optur afløses af nedtur, hvor renteudviklingen er en vigtig katalysator. H+H har brugt et hårdt 2023 til at trimme og positionere sig til, når fremtiden igen bliver lys. Fabrikker er blevet lukket og produktionen flyttet til mere tidssvarende og mindre miljøbelastende fabrikker i nærområderne. Det øger effektiviteten. Omkostningsbasen er blevet reduceret betragteligt som følge af færre ansatte.

Den nye regering i UK forventes snart at kickstarte byggeriet i landet. I Polen ventes et regeringsforslag at kunne blive vedtaget med nye stimuli fra 2025. Uanset at der er et kæmpe behov for nybyggeri i Tyskland, så tøver regeringen. Nu og her mangler der støttetiltag, og byggesektoren er udfordret.

H+H søger for sin del vækst ved at udvikle nye løsninger for at forbedre produkterne. Det kan være nemmere montage, udvikling af nye vægbygningsmaterialer og endnu mere bæredygtige løsninger (energioptimering og modernisering). Det kan åbne et nyt marked for renoveringsopgaver i almindelige huse, skoler, kontorer, hospitaler m.m., hvilket H+H hidtil ikke for alvor har beskæftiget sig med.

Urbaniseringen med flytning fra land til by øger efterspørgslen efter etagebyggeri. H+H har den rette historik og produkter til at få sin andel af dette marked. Porebeton og kalksandsten udmærker sig nemlig ved, at kunne bruges til både lavt- og etagebyggeri. De to produktkategorier kompenserer hinanden i tilfælde af midlertidige behov for en reduktion i kapaciteten og ved perioder med tæt på fuld kapacitetsudnyttelse.

Meget taler for, at H+H ser ind i en lovende fremtid. Vi hæfter os ved, at selskabet trods modgang i 2023 og videre ind i 2024 har holdt fast i de finansielle mål på 3-5 års sigt. H+H forventer altså at kunne løfte EBIT-marginen til 12 %, sikre et afkast på den investerede kapital på 16 % og reducere den finansielle gearing til 1-2 x EBITDA på 3-5 års sigt. Der er tale om ambitiøse men også realiserbare mål, da der er et stor udækket behov for byggeri af huse i den lavere priskategori i kernemarkederne mange år frem.



## ANALYSE AF H+H INTERNATIONAL A/S efter halvårsregnskab 2024

### STYRKER

H+H har en stærk markedsposition på kernemarkederne i Tyskland, UK og Polen og er den næststørste producent af porebeton i Europa. H+H er en så vigtig aktør, at selskabet kan bidrage til at holde en prisdisciplin til gavn for hele sektoren. Forretningsmodellen er agil med mulig tilpasning til de gældende markedsforhold blandt ved færre ansatte og færre aktive fabrikker. På kernemarkederne er der et stort behov for bygning af nye boliger til overkommelige priser – markedet er altså til stede. De første tegn på stigende aktivitet ses på markederne i UK og Polen.

### SVAGHEDER

Selskabet er afhængig af aktiviteten i nybyggeriet, der pt. er lavere end i tidligere år. Inflation og rente lægger en dæmper på aktiviteten. Investeringsinteressen fra developere, antal byggeansøgninger og -tilladelser er lavere henset til renteniveauet. Gælden har nået et alt for højt niveau. For nærværende giver den høje gearing meget begrænset råderum for ekspansive tiltag og investeringer.



### MULIGHEDER

H+H nyder godt af synergier via stordrift, effektiviseringer, uudnyttet produktionskapacitet og pricing power. Nye produkter til renoveringsopgaver er målrettet den grønne omstilling, hvilket på sigt kan reducere afhængigheden af udviklingen i nybyggeriet. Behovet for nye boliger på kernemarkederne er stort, og her vil indførelse af regeringsinitiativer (især i Tyskland, UK og Polen) for alvor kunne booste nybyggeriet og dermed H+H's salg.

### TRUSLER

H+H er afhængig af konjunkturerne i byggesektoren, hvor renteforholdene har afgørende betydning. Igangværende opbremsning i byggesektoren rammer derfor selskabets aktiviteter hårdt. Hvor længe modgangen står på er uvis. Hvis renten mod forventning ikke falder i nær fremtid, vil det påvirke H+H's aktiviteter i negativ retning.

### OM H+H INTERNATIONAL A/S

- H+H fremstiller og sælger porebeton (AAC: Aircrete) og kalksandsten (CSU: Calcium Silicate Units) til primært inder- og ydervægge samt fundamenter i nybyggeri. De formfaste produkter har en lang levetid, er nemme at montere, kræver minimalt vedligehold, er konkurrencedygtige i pris, og sikrer desuden en høj isolerings- og brandsikkerhed, reducerer akustikken, bidrager til et godt indeklima med en modvirkende effekt på råd, og så er elementerne nemme at montere, hvilket reducerer kundernes lønudgift ved opstilling.
- Porebeton anvendes primært til vægadskillelse i lavt byggeri. Kalksandsten benyttes til vægadskillelse i etagebyggeri, hvilket er vigtigt henset til det stigende behov for etagebyggeri som følge af demografisk flytning fra land til by. Kalksandsten er meget anvendt som byggemateriale i Centraleuropa (Tyskland, Tjekkiet, Polen og Holland). De vigtigste produktionsinput er sand, vand og kalk. Ved produktion af porebeton tilsættes cement og aluminium.
- Porebeton har været H+H's fundament i over 80 år. Kalksandsten er kommet til i 2018 efter opkøb i Tyskland og Polen. H+H har således to byggematerialer, der komplementerer hinanden.
- H+H arbejder løbende på at udvikle nye former for byggematerialer og -metoder, der komplementerer produkterne i den eksisterende portefølje og som passer ind under "Partners in Wall Building" paraplyen.
- Siden 2014 har H+H købt en række konkurrenter og fabrikker, hvorved der er opnået en bedre geografisk dækning på hovedmarkederne med en række positive synergier.
- Geografisk er selskabet opdelt i Centralvesteuropa (Tyskland, Schweiz, Benelux og Skandinavien), UK og Polen. Centralvesteuropa (med Tyskland som det største marked med en andel på 61 % af salget) stod i første halvår 2024 for 37,5 % af salget fulgt af UK med 31,5 % og Polen med 31,0 %. I Centralvesteuropa har H+H en markedsandel på ca. 20 % på porebeton- og ca. 15 % på kalksandstensmarkedet. I UK har H+H en markedsandel på ca. 45 % indenfor porebeton, mens andelen i Polen indenfor både porebeton og kalksandsten ligger på ca. 20 %. H+H har således en førende position på alle kernemarkeder. Samlet er H+H den næststørste producent af porebeton i Europa.
- Produktionen sker på 27 fabrikker, hvorfor 12 er placeret i henholdsvis Tyskland og Polen, mens tre ligger i UK. I 2023 har H+H permanent lukket fem fabrikker som led i en optimeringsproces, mens fire fabrikker midlertidigt er lukket. Produktionen flyttes i stedet til større, nyere og dermed mere effektive og moderne fabrikker, hvorved CO2-aftrykket samtidig reduceres. I 2023 blev der produceret byggematerialer svarende til 2,9 mio. kubikmeter. Produktionskapaciteten kan skaleres op til ca. 4 mio. kubikmeter uden behov for store investeringer.

#### LEDELSE OG BESTYRELSE



**Jörg Brinkmann**  
CEO



**Bjarne Pedersen**  
CFO



**Kent Arentoft**  
Bestyrelsesformand



**Niclas Bo Kristensen**  
Head of IR and Treasury



## ANALYSE AF H+H INTERNATIONAL A/S efter halvårsregnskab 2024

- Koncernen drives ud fra en "One company" struktur for at udnytte fælles kompetencer og styringskraften bedst muligt. Det sikrer en agil og omstillingsparat forretningsmodel, hvor produktionen kan tilpasses ved ændrede afsætnings- eller konkurrenceforhold. De enkelte datterselskabers fabrikker søges samordnet, så nye tiltag hurtigt kan rulles ud i alle lande. Aktiviteterne i Centralvesteuropa samles i Düsseldorf.
- H+H er "Partners in Wallbuilding" og bistår kunderne hele vejen fra idé via plantegning, til salg, produktion og distribution og selve byggeprocessen.
- Direktionen består af CEO Jörg Brinkmann (født 1979) og CFO Bjarne Pedersen. Kent Arentoft (født 1962) er formand for bestyrelsen.
- Selskabet havde ultimo sidste år 1.261 fuldtidsmedarbejdere.
- Aktionærforhold pr. 31-12-2023: Mere end 5.500 aktionærer. Geografisk fordeling af aktionærbasen: Danmark 64 %, Polen 14 %, UK 7 % og USA 5 %. I årets løb har Solbet Sp. Z o.o. i Polen udbygget sin ejerandel fra 10 % primo året til nu over 20 %. Nordea Funds Management har øget sin ejerandel fra over 5 til nu over 10 %. ATP ejer uændret over 5 %.



### SENESTE ANALYSER

#### Forventet kursudvikling

Dato	Kurs	0-6 måneders sigt	12-18 måneders sigt	18-36 måneders sigt
02-04-2024	70	65-80	80-100	100-200
31-08-2023	71,7	65-80	100-150	
13-03-2023	102,4	95-115	115-135	
22-08-2022	129	120-150	150-250	

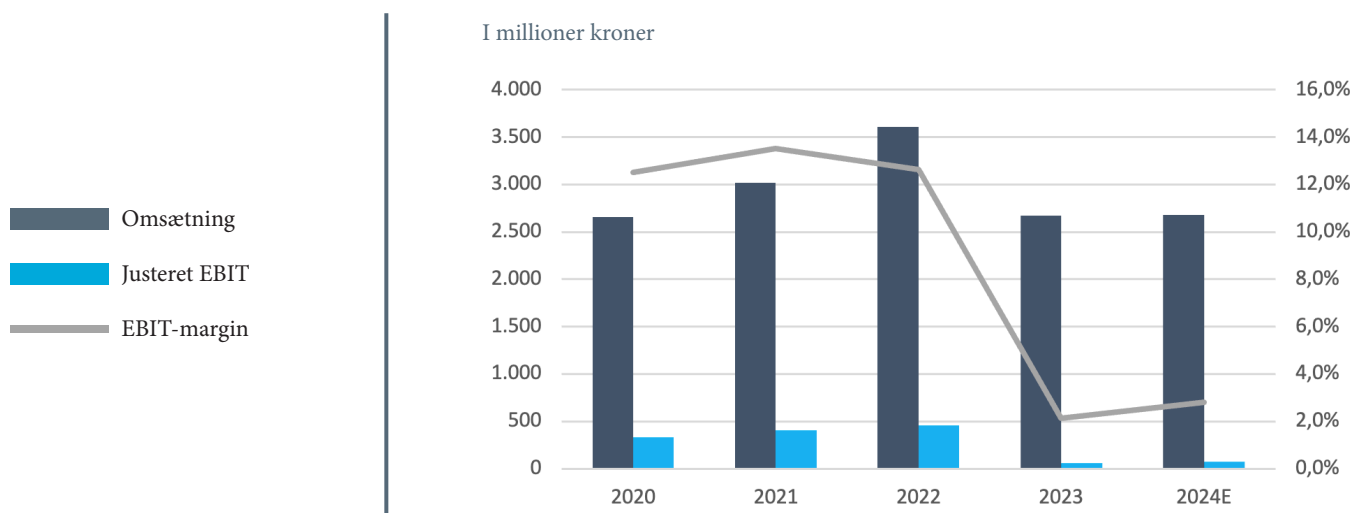
## ANALYSE AF H+H INTERNATIONAL A/S efter halvårsregnskab 2024



### REGNSKABSTAL

mio. kr.	2019	2020	2021	2022	2023	2024E
Omsætning	2.840	2.764	3.020	3.704	2.672	2.675
EBITDA før særlige poster	539	521	591	657	244	150
EBIT før særlige poster	366	332	408	455	57	75
EBT	205	307	356	398	-283	*0
Nettoresultat til aktionærer	149	241	310	303	-246	*0
Balance	2.716	2.909	3.400	3.750	3.454	3.500
Nettogæld	407	230	350	492	887	*825
Egenkapital	1.371	1.509	1.814	1.938	1.678	1.600
Gns. antal ansatte	1.685	1.619	1.572	1.738	1.500	1.200
EPS	8,3	13,5	17,5	17,4	-15,0	0,0
Udbytte	0	0	0	0	0	0
Indre værdi	74	85	102	117	102	97
EBIT margin i % før særlige poster	12,9	12,5	13,5	12,6	2,1	2,8
Egenkapitalforrentning%	12,6	16,6	17,7	16,2	-13,6	0,0
Egenkapitalandel %	50	53	53	52	48	46

\*EBT, nettoresultat og nettogæld estimeres på baggrund af et ventet salg af jord og bygninger i Warszawa til en salgspris på ca. 190 mio. kr.







## ANALYSE AF H+H INTERNATIONAL A/S efter halvårsregnskab 2024

### **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 og/eller John Stihøj 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.