



Aktienyt

H&M

Overvægt Uændret

Aktuel kurs: 237, 70 SEK

Begivenhed: 2. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:
19/06/12 – Kampagneaktivitet og
bomuldspriser i fokus i 2. kvar-
talsregnskabet på onsdag

Kalender:

16/07/12 – Salgstal for juni

15/08/12 – Salgstal for juli

17/09/12 – salgstal for august

27/09/12 – 3. kvartalsregnskab

Forventet opdatering:

Kvartalsvist

Indtjeningsevnen tilbage på sporet

Vi fastholder Overvægt på H&M. Regnskabet overrasker positivt på bruttoindtjeningen, stram omkostningsstyring løfter overskudsgraden, og lagerniveauer på et sundt niveau betyder, at H&M er gået sommeren i møde i stærk form.

Overraskelse på overraskelse

H&M offentliggjorde salget for 2. kvartal i sidste uge, og udviklingen overraskede analytikerkorpsset positivt. Resten af regnskabet blev offentliggjort i dag, og vi blev igen positiv overrasket. H&M realiserer en bruttomargin på 61,7%, hvor vi havde forventet 60,8% (konsensus ventede 61,1%). Vi havde på den ene front frygtet, at et sløjt april-salg ville have trukket rabatspor i maj, og at bruttomarginalen derfor ville være presset af lavere salgspriser. På den anden front havde vi forventet, at de sidste rester af høje bomuldspriser ville være afspejlet i indkøbet. Begge forhold var ikke gældende. H&M har ramt de rigtige modetendenser med forårs- og sommerkollektionerne, og selskabet har været i stand til at sælge varerne med et rabatniveau på linje med sidste år og dermed med færre rabatter, end vi havde forventet. Vi bliver samtidig overrasket over den kortere "lead time" i kvartalet. Vi havde forventet, at varerne solgt i starten af kvartalet ville være påvirket af den sidste rest af 2011-prisstigninger på bomuld. Indkøbet af varer har dog været tættere på kvartalet. Vi ser positivt på den kortere lead time, da det øger eksekveringsevnen, og samtidig mindsker risikoen for fejlkollektioner som følge af hurtige modeskift.

Omkostningsstyring øger løftestangeffekt

2. kvartal har resulteret i et fald i omkostningerne til 'same stores', og stigningen på 10,4% i kapacitetsomkostninger er dermed hovedsageligt relateret til nye butikker. Den relativt lavere omkostningsstigning set i forhold til omsætningsudviklingen gør H&M i stand til at udnytte løftestangeffekten af et øget topsalg på basen af faste omkostninger. Overskudsgraden (EBIT-marginen) øges dermed fra 20,4% i 2. kvartal sidste år til 21,8% i år. (H&M har dog ikke afholdt omkostninger til selskabets incitaments program i år – korrigeret for disse er udviklingen i kapacitetsomkostningerne stadig positiv)

Frygten for udvanding af indtjeningsevne er aftagende

H&M har den seneste tid fastholdt relativt lave priser i en tid med stigende omkostninger. Det har medført en frygt for, at H&M ville ende med en forretningsmodel, der ville blive karakteriseret af lavere indtjeningsmarginaler end tidligere. Det har ført til en diskussion blandt analytikere om H&M handles for dyrt relativt til de nærmeste konkurrenter. Vi vurderer stadig, at strategien har ramt rigtigt. Den finanspolitiske uro, der har præget mange markeder, har i høj grad ledt forbrugerne til de kendte og relativt lavere prissatte kollektioner fra H&M. Det skaber fortsat stærk vækst for H&M, og vi vurderer, at selskabet øger markedsandelen på de fleste større markeder, mens salget øges med to-cifrede vækstrater på mange af de nye markeder. Vi vurderer derfor stadig, at vækstpotentialet er intakt, mens omkostningsdisciplinen i 'same stores', faldende eksternt omkostningspres og yderligere udrulning af onlinesalg betyder, at H&M kan fastholde tidligere tiders indtjeningsevne. Vi vurderer derfor, at H&M fortsat vil ligge i toppen i retailuniverset, hvad angår indtjeningsevne og vækstudsigter, og vi ser stadig H&M som et godt køb på trods af den umiddelbart høje multipel-pris.

H&M, nr. 13 / 2012
Nicolaj Jeppesen
Aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 69
nicolaj.jeppesen@sydbank.dk
20-06-2012, kl.: 12:32

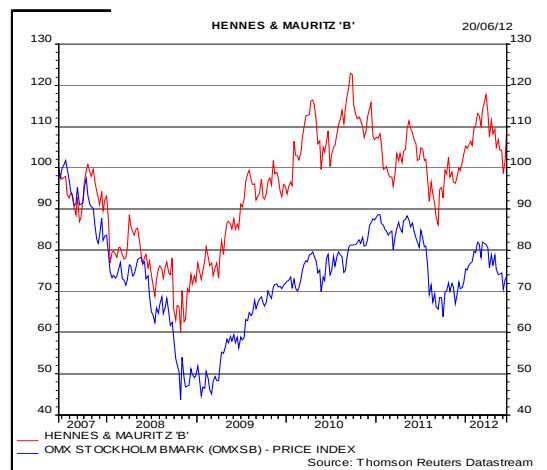
sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. SEK	2K 10/11	2K 11/12	2010/11	2011/12E	2012/13E
Omsætning	27.632	36.947	109.999	124.046	136.728
EBIT (primær drift)	5.599	6.893	20.379	23.693	26.160
Ordinært resultat før skat	5.752	7.053	20.942	24.193	26.660
Nettoreultat	4.257	5.219	15.820	18.024	19.862
Egenkapital forrentning (%)	-	-	35,8%	40,5%	43,2%
Soliditet (%)	-	-	73,3%	72,4%	71,3%
EPS - udvandet	2,57	3,15	9,56	10,89	12,00
P/E	-	-	24,7	20,8	18,9
EV/EBITDA	-	-	15,7	13,0	11,7
Indre værdi	-	-	26,6	27,2	28,4
Yield	-	-	4,0%	4,8%	5,3%

Markedsværdi :	345,0 mia. SEK	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.12 - 30.11	Fondskode :	9801298
Foreslået udbytte:	9,50 SEK pr. aktie	Reuterkode :	HMB.ST



Forretningsområde

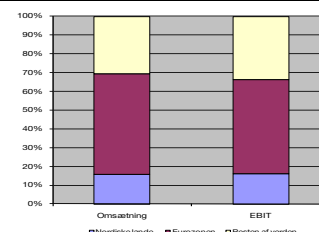
H&M er en svensk modekoncern, som markedsfører og sælger tøj til mænd, kvinder og børn, men derud-over også kosmetik, undertøj og tilbehør som smykker, solbriller, bælter, tasker og tørklæder. Selskabet ejer ingen fabrikker, men køber i stedet for tøj og andre produkter fra ca. 700 leverandører i primært Europa og Asien. H&M driver 2.575 butikker på 44. Hertil kommer on-line/katalogsalg på flere markeder i Europa. Kina, Japan, Korea Rusland og Mellemøsten vil desuden være mål for yderligere butiksåbninger.

Risici

Risiko for at fejlvurdere modetrends - der er altid en risiko for, at en kollektion vil blive dårligt modtaget af forbrugerne. Afvigelser fra det normale vejr for årstiden kan påvirke salget negativt - effekten vil være størst, hvis der er store afvigelser i starten af sæsonen. Som den vigtigste indkøbsvaluta er H&M eksponeret mod udsving i USD i forhold til SEK.

Lav

Omsætning og indtjening



USD-følsomhed: Middel
Rentedækning: Ingen gæld

Valuta-eksponering målt ved omsætningsfordeling i 2011

Norden: 15,7% Eurozone: 53,8% Øvrige verden: 30,5%

2-faktor dividende model - til illustration af kursforventninger

Kurs	177,83 (-25%)	237,70	296,38 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	1 år	1 år	4 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 7,55%
Vækst (% pr. år)	5,1 %	7,2 %	8,9 %	Høj vækst i 15 år og afkastkrav 7,55%
Afkastkrav (%)	11,3 %	10,3 %	9,6 %	Høj vækst i 15 år og 15% p.a. vækst

Konkurrenceparametre

Gen. score: 3,0

Selskabets forventninger

Leverandører

4

H&M køber tøj og andre produkter fra ca. 700 leverandører. Qua H&M's størrelse og muligheden for at skifte mellem leverandører, har H&M en god forhandlingskraft over for leverandører.

Substitut

3

Potentielle substitutter findes blandt varehuse, mindre kæder og uafhængige butikker. Men også supermarkeder satser i stort omfang på non-food segmentet, herunder beklædning.

Indgangsbarrierer

3

Adgang til de attraktive beliggenheder er en adgangsbarriere - især for de knap så kapitalstærke aktører. Herudover er der stordriftsfordele ved indkøb og markedsføring.

Kunder

2

Forbrugerne er ikke særlig loyale overfor den enkelte butik/det enkelte brand, men shopper typisk rundt. Især er loyaliteten over for lavprissegmentet for modetøj relativ lav.

Intensitet

3

H&M's hovedkonkurrenter er en række internationale detailkæder som f.eks. Inditex, men H&M møder også konkurrence fra lokale kæder, stormagasiner og individuelle forretninger.

Scoreingsintervallet er på 1-5. En høj score er ensbetydende med en stærk position.

"For 2011/12 forventer H&M at åbne netto 275 nye butikker."

Herudover opstiller H&M ikke konkrete finansielle forventninger.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2011/12E	10,72	10,89	1,6%
2012/13E	12,00	12,00	0,0%

Relativ performance (AFGX)

	1M	3M	12M
	8,2%	-6,2%	9,3%

Sydbank

Almindelige oplysninger om udarbejdelse af analyser i Sydbank

Denne analyse er udarbejdet af Sydbanks aktieanalyseafdeling, som er en del af Sydbank Markets, en forretningsenhed i Sydbank. Sydbank er under tilsyn af Finanstilsynet.

Sydbank har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og forhindre interessekonflikter og sikre, at de udarbejdede analyser har en høj standard og er baseret på objektiv og uafhængig analyse. Disse procedurer er indarbejdet i forretningsgangene, der omfatter aktieanalyseaktiviteterne i Sydbank.

Sydbanks analyser udarbejdes i overensstemmelse med Den Danske Finansanalytikerforenings anbefalinger og etiske regler.

Finansielle modeller og metoder anvendt i denne analyse

De anbefalinger og holdninger, der udtrykkes i denne analyse er dannet på basis af en kombination af Discounted Cash Flow-analyse, branchekendskab, peer-groupanalyse samt selskabsspecifikke og markedstekniske elementer (begivenheder der påvirker både selskabets finansielle og driftsmæssige profil). Analysens om-sætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konkurrenceforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvidere tages der højde for selskabets egne samt konkurrerende selskabers forventninger.

Risikovurdering og følsomhed

En vurdering af de væsentligste risikoforhold og en kategorisering af risikoen (lav, middel eller høj) i forbindelse med anbefalingerne og holdningerne til denne analyse, herunder en følsomhedsanalyse, er gengivet i den senest udsendte Aktienyt på dette selskab. Heraf fremgår ligeledes en vurdering af selskabets konkurrenceposition, som scores på en skala fra 1 til 5, hvor en høj score er ensbetydende med en stærk konkurrenceposition. De anførte risikofaktorer og følsomhedsanalysen kan dog ikke anses for at være udtømmende.

Planlagte opdateringer af analysen

Denne analyse planlægges opdateret kvartalsvist.

Anbefalingsstruktur

Inden for det seneste kvartal har Sydbank haft investeringsanbefalinger på 41 selskaber. Fordelingen af anbefalinger fremgår nedenfor under "Fordeling af anbefalinger". Betydningen af anbefalingerne på selskabs- og brancheniveau fremgår nedenfor under kursudvikling.

På selskabsniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end branchen	12 måneder	48,8%
Neutral	På linje med branchen	12 måneder	29,3%
Undervægt	Dårligere end branchen	12 måneder	22,0%

Overvægt betyder således, at aktien vil klare sig relativt bedre end de øvrige selskaber i branchen. Neutral betyder, at aktien vil klare sig på linje med branchen. Endelig betyder undervægt, at vi forventer, at aktien vil klare sig dårligere end de øvrige aktier i branchen. Eventuelle ændringer i anbefalingen i forhold til den seneste anbefaling på selskabet fremgår af denne analyse.

På brancheniveau:

Anbefaling	Kursudvikling	Tidshorisont	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%
Neutral	På linje med aktiemarkedet	12 måneder	40,0%
Undervægt	Dårligere end aktiemarkedet	12 måneder	30,0%

På brancheniveau udtrykker anbefalingerne, hvordan branchen vil klare sig i forhold til aktiemarkedet generelt. Eventuelle ændringer i anbefalingen på branchen i forhold til den seneste anbefaling fremgår af seneste udgave af Investering.

	Industri Overvægt	Cyklisk forbrug Neutral	Stabilt forbrug Neutral	Sundhed Overvægt	Finans Overvægt	IT Undervægt	Telekommunikation Undervægt
Overvægt	A. P. Møller Mærsk DSV FLSmidth GN Store Nord Group 4 Securicor Rockwool Volvo	Hennes & Mauritz Pandora	Carlsberg Chr. Hansen Novozymes	H. Lundbeck Novo Nordisk	Alm. Brand Danske Bank Nordea Tryg	SimCorp	TDC
Neutral	NKT Holding Solar Vestas	IC Companys	Royal Unibrew ØK	Alk Abello Coloplast	SEB Topdanmark	Ericsson Nokia	
Undervægt	Auriga Industries D/S Norden SAS Scania Securitas TORM William Demant	Bang & Olufsen			Sv Handelsbanken		

For en uddybning af alle anbefalinger samt en historisk anbefalingsoversigt for selskabet henviser vi til www.sydbank.dk/investering/analyser/aktier.

Denne investeringsanalyse henvender sig til Sydbanks kunder og må ikke uden Sydbanks udtrykkelige samtykke offentliggøres eller distribueres videre. Analysen er udarbejdet på grundlag af informationer fra kilder, som Sydbank finder troværdige. Sydbank påtager sig dog intet ansvar for mangler, herunder eventuelle fejl i kilder, trykfejl eller beregningsfejl, samt efterfølgende ændrede forudsætninger.

Anbefalinger i analysen er udtryk for bankens generelle holdning og kan ikke alene danne grundlag for investeringsbeslutninger. Anbefalinger kan medtages i forbindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Risikomærkningen gul betyder at, der investeres i et investeringsprodukt, hvor der er risiko for, at det investerede beløb kan tabes helt eller delvist. Produkttypen er typisk ikke vanskelig at gennemskue. Sydbank fraskriver sig ethvert ansvar for tab, der måtte have direkte eller indirekte sammenhæng med dispositioner, der er foretaget alene på baggrund af anbefalinger i analysen.

Banken eller dens ansatte kan besidde finansielle instrumenter omhandlet i analysen.

Sydbank A/S er under tilsyn af Finanstilsynet, Århusgade 110, 2100 København Ø.