

Aktiekommentar

Hennes & Mauritz

Neutral

Nedjusteret

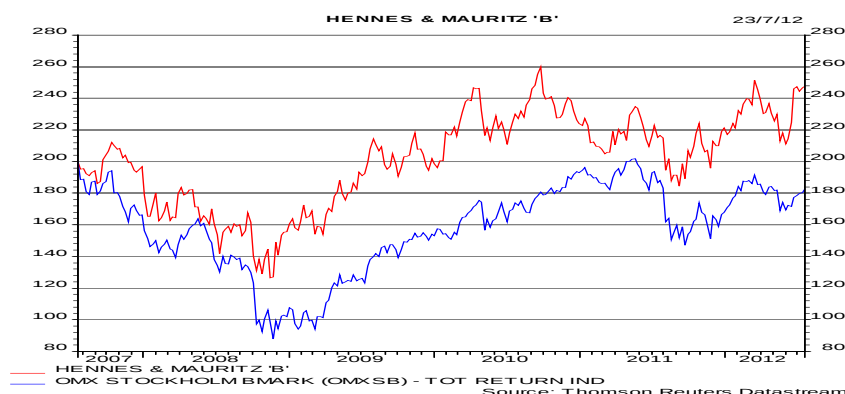
Begivenhed: Nedjustering
af anbefaling

Baggrund:

Aktuel kurs: 242,30 SEK

Tag toppen af eksponeringen mod H&M

Vi nedjusterer H&M fra Overvægt til Neutral. H&M er steget knap 10% i år. Værdiansættelsen afspejler høje forventninger til indtjeningen, og H&M handler relativt højt i forhold til flere konkurrenter, men selskabets forretningsmodel, strategi og resultater berettiger, efter vores vurdering, stadig en høj værdiansættelse. Vi vurderer dog, at de stigende markedsandele, den kraftige ekspansion mod øst og på det vigtige amerikanske marked, i høj grad er indregnet i kursen. Vores estimer for 2011/12 og 2012/13 ligger efter det seneste regnskab, en anelse under konsensus, og vi vurderer, at en større indtjeningsoverskelse er mindre sandsynlig.



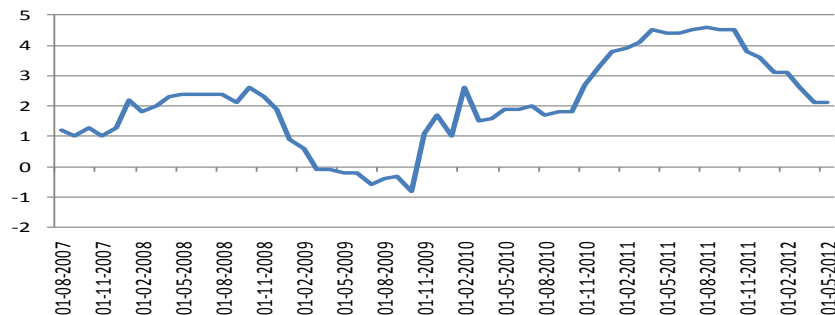
Omkostningspresset er aftagende

Markedet har de seneste år været præget af store udfordringer i form af stærkt stigende produktionsomkostninger, som det ses af figur 1. Bomuldsprisen steg kraftigt i 2010 som følge af bl.a. oversvømmelser i Pakistan og Australien og mindre landbrugsjord dedikeret til bomuld i USA. Dette betød stærkt stigende produktionspriser bl.a. i Kina, hvor H&M får produceret størstedelen af selskabets tøj. Udover prisen på bomuld oplevede branchen samtidigt stigende lønomkostninger i Kina og et øget pres på kapaciteten. Udviklingen var tydelig i de fleste tøj-selskabers bruttoindtjening, og branchens og H&Ms bruttomargin gik tilbage i 2011. H&Ms margin gik relativt mere tilbage end branchens (-4,4% mod -2,2%).

H&M, nr. 14 / 2012
Nicolaj Jeppesen
Aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 69
nicolaj.jeppesen@sydbank.dk
24-07-2012, kl.: 08:19

sydbank.dk
Aktieanalysen

Figur 1: Kinesisk PPI, tekstilproduktion



Kilde: Thomson Reuters

Omkostningspresset er siden aftaget. Bomuldspriserne er faldet og kapacitetspresset er aftagende i Kina. Lønniveauet er dog stadig stigende og det har ledt til, at flere tøj-selskaber er begyndt at søge mod bl.a. Vestkina, Indien, Vietnam og Bangladesh, hvor produktion af arbejdskraftstunge produkter som tøj er mere lønsomt. Flere selskaber tager hele skridtet og flytter produktionen tættere på Europa – både for at øge fleksibiliteten og nedbringe de stigende transportomkostninger. Det vil, efter vores vurdering, få kapacitetspresset til at aftage i Kina, mens den øgede købekraft og efterspørgsel efter tøj i Asien omvendt vil trække den modsatte vej. Alt i alt vurderer vi, at den positive og negative udvikling i omkostningerne vil udligne hinanden, og at selskaberne vil kunne fastholde samme bruttoomkostningsniveauer som tidligere. I tiden efter de stigende omkostninger fastholdte H&M de relativt lave priser, mens mange konkurrenter hævdede priserne. Det har ledt flere markedsdeltagere til at argumentere for, at H&Ms overskudsgrad vil stabilisere sig på et lavere niveau i fremtiden, og at selskabet ikke vil kunne leve op til den nuværende prisfastsættelse. Vi er enige i, prisstrategien har betydet mere volatile marginaler, og at bruttomarginalen vil stabilisere sig på et lavere niveau end tidligere. Vi vurderer dog, at stabiliseringen af bruttoomkostningerne, jf. ovennævnte argumentation, en stærk styring af kapacitetsomkostninger, hvor bl.a. omkostningerne til 'same stores' har været faldende de seneste kvartaler, og gearingseffekten fra øgede markedsandele, vil udligne det ventede fald i bruttomarginalen grundet prisstrategien. Vores vurdering er derfor, at H&M i fremtiden fortsat vil realisere en overskudsgrad på niveau med tidligere år.

Høj værdiansættelse begrænser store kurshop

H&M har sammen med Inditex (ejer af Zara-butikkerne) længe handlet dyrere end konkurrenterne. På estimeret P/E 2012-niveau handler H&M og Inditex hhv. 28,5% og 26,7% dyrere end de nærmeste konkurrenter. Det samme billede ses på EV/EBITDA 2012E, hvor H&M og Inditex handler hhv. 64,9% og 40,6% højere. Af figur 2 ses tydeligt billedet af de høje forventninger, der er indregnet i H&Ms aktiekurs.

Figur 2: Multipelsammenligning

Navn	BEst P/E		EV/BE EBITDA		EV/EBITDA		P/S	P/B	BEst Div Yld
	BEst P/E	P/E	Curr Yr	Nxt Yr	EV/Sales T12M	BEst P/S			
Gennemsnit	17,319	19,928	8,637	7,773	1,532	1,621	1,726	7,925	2,510
HENNES & MAURITZ	22,251	23,870	14,242	12,715	2,928	3,239	3,438	11,050	4,053
NEXT PLC	11,999	12,474	7,926	7,600	1,488	1,496	1,602	24,375	3,068
INDITEX	21,949	24,279	12,149	10,873	2,725	3,188	3,463	6,802	2,647
ESPRIT HOLDINGS	17,782	N/A	5,969	4,778	0,362	0,367	0,353	0,713	4,287
GAP INC	15,036	17,805	6,476	6,111	0,922	0,934	0,997	4,752	1,668
FAST RETAILING	20,614	22,724	9,307	8,240	1,624	1,792	1,803	4,062	1,620
ABERCROMBIE & FITCH	10,772	17,734	3,949	3,459	0,921	0,654	0,746	1,790	1,697
TJX COMPANIES	18,152	20,609	9,076	8,405	1,284	1,297	1,409	9,854	1,038

Kilde: Bloomberg

Selskabet har dog vist deres styrke i en kraftig ekspansionsmodel, der har sikret en gennemsnitlig årlig omsætningsvækst på 10% over en 5-årig periode, mens nettoindtjeningen i samme periode er vokset med knap 8% årligt. Hvis man kigger på perioden før de stærkt stigende omkostninger, har H&M over en årrække øget sit nettoresultat hurtigere

end omsætningen. Vi forventer som nævnt en stabilisering af bruttoomkostningerne, og vi forventer, at H&M vil vende tilbage til at kunne udnytte den operationelle gearing til at løfte bundlinjen hurtigere end topline. Vi ser ingen tegn på vækstafmatning for H&M. Vi forventer fortsat en stigning i niveauet 10-15% i antal butikker om året i de kommende år, hvor Kina og USA bliver blandt fokusmarkederne. H&M vil samtidig fortsat øge ekspansionen til endnu flere markeder, og på trods af den kraftige ekspansion, har H&M bevist, at de ikke flytter fokus fra omkostningsstyring og værdiskabende investeringer. Afkastet af den investerede kapital forventer vi dermed fortsat vil ligge på et højt niveau, og den høje dividendeudbetaling (2011-yield: 9,3%) vil være med til at holde en hånd under aktiekursen. Kun Inditex har matchet H&Ms salgs-, omkostnings- og afkastfremgang, og de høje fremtidsforventninger afspejles ligeledes i Inditex' aktiekurs. Vores syn på H&M relativt til branchen begrundes, efter vores vurdering, den høje værdiansættelse. Men samtidig giver vores estimer (en anelse under konsensus) ikke meget luft til yderligere kurshop og højere multipler, før værdiansættelsen bliver for høj, efter vores vurdering. Vi nedjusterer derfor H&M til Neutral.

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 omsætnings- og indtjeningsestimater er baseret på segmenterede modeller under anvendelse af subjektive vurderinger af relevante fremtidige markedstendenser og konjunkturforventninger. 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	43,9%
Neutral	På linje med branchen	12 måneder	34,1%
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	Pandora	Carlsberg Novozymes	H. Lundbeck Novo Nordisk	Alm. Brand Danske Bank Nordea Tryg	SimCorp	TDC
Neutral	NKT Holding Solar Vestas	Hennes & Mauritz IC Company	Chr. Hansen 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.