



Aktienyt

H&M
Neutral
Uændret

Aktuel kurs: 231, 40 SEK

Begivenhed: 3. kvartalsregnskab

Seneste analyse på selskabet:
25/09/12 – Regn og hedebløjer
vil præge 3. Kvartalsregnskabet
på torsdag

Kalender:
15/10/12 – Salgstal for september
15/11/12 – Salgstal for oktober
17/12/12 – salgstal for december
30/01/13 – Årsregnskab

Forventet opdatering:
Kvartalsvist

Modvind på de fleste poster

Vi fastholder Neutral-anbefalingen på H&M. Hedebløjer i august trykker omsætningen, stærkere dollar øger indkøbsomkostninger, og presser bruttomarginalen, mens en stærk svensk krone yderligere trækker bundlinjen nedad. H&M skruer op for forventningen til nye butikker i år. Vi er dog skuffede over en udskydelse af selskabets internet-salg i USA.

Vejret er igen i mod tøjbutikkerne

Omsætningen for 3. kvartal blev offentliggjort i forbindelse med salgstallene for august. Omsætningen, der var svagere end ventet, voksede med 10% i lokal valuta, mens en styrket svensk krone trækker væksten ned på 7% i SEK. Juni og juli er gået som forventet for H&M, men igen har vejret været en bet for selskabet, og en større end ventet salgstilbagegang har ramt august. Hvor det tidligere har været regn og sne, der har holdt kunderne fra butikkerne, er det denne gang hedebløjer i Europa og Nordamerika, der tynger salget. Tilbagegangen ser dog ud til at være kortvarig, og omsætningen er således vokset med 14% i september.

Inflation og valutamodvinde trækker mere ned end ventet

H&Ms bruttomarginal ender på 58,2% mod markedets forventning på 59,1%. Både bomuldspriser og kampagneaktivitet har ligget omtrent på samme niveau som sidste år, men inflation og en styrket USD har øget indkøbsomkostningerne mere end vi regnede med. H&M køber hovedparten af deres tøj fra asiatiske producenter, men den hastige økonomiske udvikling i Asien og især i Kina har betydet stigende lønomkostninger i tekstilbranchen. Kombineret med høje transportomkostninger begynder den meget tydelige gevinst ved Kina-produktion at blive sværere at se. Vi forventer, at H&M i stigende grad vil efterligne den spanske konkurrent Inditex og flytte produktionen tættere på Europa. På trods af det stigende indkøbspres har H&M fastholdt de lave priser, hvilket yderligere bidrager til et øget pres på bruttoindtjeningsevnen, og et stort fokuspunkt i værdiansættelsen er den fremadrettede bruttomarginal. På trods af den svage udvikling vi ser i 3. kvartalsregnskabet mener vi stadig, at strategien er velvalgt, og vi fastholder vores langsigtede estimat for bruttomarginalen i niveauet 60%, som dog er lidt lavere end gennemsnittet for de seneste år.

Skuffende udskydelse af internetsalg i USA

H&M har i nogen tid planlagt at lancere internetsalg i USA i efteråret 2012. Dette bliver nu udskudt til sommeren 2013. Øget fokus på udvikling af mobil-handelsplatforme og "mere tid krævet" er argumenterne for udskydelsen. Vi forventer meget af internetsalget i USA, som er H&Ms 2. største marked og det største online-marked i verden. På grund af udskydelsen sænker vi vores omsætningsestimater en anelse i år og i 2012/13.

Styrket ekspansion overskygges af usikkerhed

H&M øger forventningen til antallet af nye butikker i år til 300 fra 275. Den positive ekspansionsudvikling overskygges dog af usikkerheden omkring udviklingen i bruttomarginalen og udrulningen af internetsalg. Kursreaktionen med fald på 5-6% belyser da også denne usikkerhed, men vi ser ikke væsentlige ændringer i den langsigtede værdiansættelse på trods af de kortsigtede skuffelser. Vi fastholder Neutral-anbefalingen.

H&M, nr. 18 / 2012
Nicolaj Jeppesen
Aktieanalytiker
tlf. +45 74 37 44 69
nicolaj.jeppesen@sydbank.dk
27-09-2012, kl.: 15:47

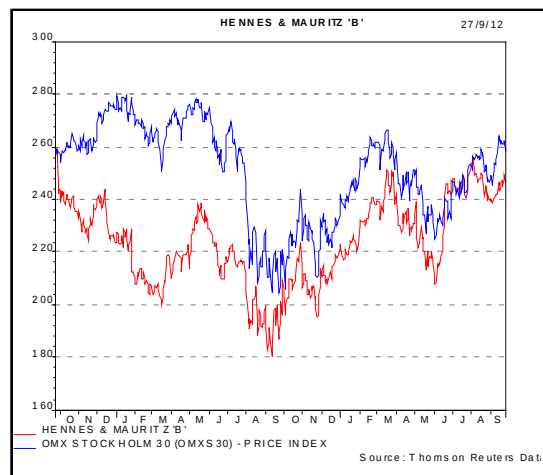
sydbank.dk
Aktieanalysen

Sydbank

Resultater og Sydbanks forventninger

Mio. SEK	3K 10/11	3K 11/12	2010/11	2011/12E	2012/13E
Omsætning	26.912	28.806	109.999	121.700	132.455
EBIT (primær drift)	4.707	4.802	20.379	22.636	24.604
Ordinært resultat før skat	4.850	4.895	20.942	23.136	25.104
Nettoreultat	3.589	3.622	15.820	17.236	19.581
Egenkapital forrentning (%)	-	-	35,8%	38,3%	41,8%
Soliditet (%)	-	-	73,3%	73,1%	72,3%
EPS - udvandet	2,17	2,19	9,56	10,41	11,83
P/E	-	-	25,9	23,8	20,9
EV/EBITDA	-	-	16,4	14,8	13,5
Indre værdi	-	-	26,6	27,7	28,9
Yield	-	-	3,9%	4,2%	4,8%

Markedsværdi :	337 mia.	Likviditet :	Høj
Regnskabsår :	01.12 - 30.11	Fondskode :	9801298
Seneste udbytte	9,50 SEK pr. aktie	Reuterkode :	HMB.ST



Forretningsområde

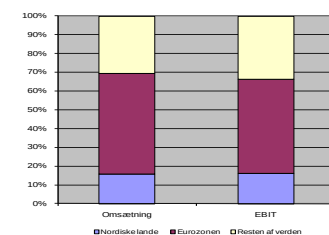
H&M er en svensk modekoncern, som markedsfører og sælger tøj til mænd, kvinder og børn, men derud-over også kosmetik, undertøj og tilbehør som smykker, solbriller, bæltter, tasker og tørklæder. Selskabet ejer ingen fabrikker, men køber i stedet for tøj og andre produkter fra ca. 700 leverandører i primært 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	173,48 (-25%)	231,30	289,13 (+25%)	Forudsætninger
Højvækst periode (antal år)	1 år	1 år	1 år	Vækst på 15% p.a. og afkastkrav 7,55%
Vækst (% pr. år)	5,0 %	5,0 %	5,0 %	Høj vækst i 15 år og afkastkrav 7,55%
Afkastkrav (%)	15,9 %	14,3 %	13,2 %	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 mulighed 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 300 nye butikker."

Herudover opstiller H&M ikke konkrete finansielle forventninger.

Ændring i indtjening pr. aktie

	Før	Nu	Ændring
2011/12E	10,76	10,41	-3,3%
2012/13E	11,97	11,83	-1,2%

Relativ performance (AFGX)

	1M	3M	12M
	-8,2%	-13,0%	-1,6%

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 kon-junkturforventninger. De heraf fremkomne resultater er samlet i en værdiansættelsesmodel, som også tager højde for den seneste udvikling i historiske rapporter. Endvi-dere 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.

Valutakursrisiko

Såfremt aktiekursen er noteret i en anden valuta end danske kroner kan valutakursudsving påføre investorer tab eller gevinst.

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	Tidshorison	Fordeling af anbefalinger
Overvægt	Bedre end branchen	12 måneder	41,5%
Neutral	På linje med branchen	12 måneder	39,0%
Undervægt	Dårligere end branchen	12 måneder	19,5%

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	Tidshorison	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 Rockwool Securitas Volvo	Bang & Olufsen	Carlsberg Novozymes	H. Lundbeck Novo Nordisk	Alm. Brand Danske Bank Tryg	SimCorp	TDC
Neutral	Auriga Industries NKT Holding Solar Vestas	Hennes & Mauritz IC Companys Pandora	Chr. Hansen Royal Unibrew	Alk Abello Coloplast	Nordea SEB Topdanmark	Ericsson Nokia	
Undervægt	D/S Norden Group 4 Securicor SAS Scania TORM William Demant		ØK		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 kil-der, 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 for-bindelse med rådgivning i Sydbank, hvor tillige kunders individuelle forhold skal indgå. I analysen nævnes investeringsprodukter som har risikomærkningen gul. Ri-sikomærkningen 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 fo-retaget 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.