

Bajo crecimiento y márgenes vulnerables. Riesgos a la baja.

Datos básicos

Capitalización (MSEK):	266.189
Cierre (SEK/acción) ¹ :	165,95
Nº acciones (M):	1.604
Mín/Máx (52 sem):	127,50 / 194,30
Cód. Reuters / Bloomberg:	HMb.ST / HMB SS
Evolución 2026:	-10,8%

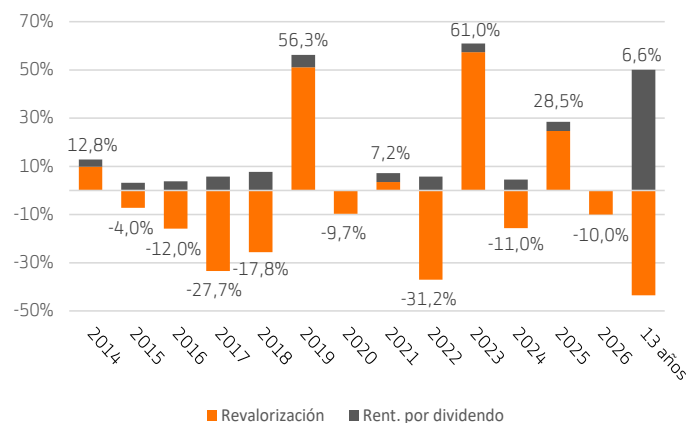
Cifras relevantes	2025	2026	2027	2028	TAMI
Ventas	228.285	221.436	228.080	233.782	0,8%
M. Bruto	121.821	119.576	122.023	125.073	0,9%
<i>M. Bruto</i>	<i>53,4%</i>	<i>54,0%</i>	<i>53,5%</i>	<i>53,5%</i>	
EBIT	18.395	17.759	19.952	21.845	5,9%
Margen EBIT	8,1%	8,0%	8,7%	9,3%	
BNA	12.158	12.492	14.232	15.643	8,8%
<i>Margen Beneficio</i>	<i>5,3%</i>	<i>5,6%</i>	<i>6,2%</i>	<i>6,7%</i>	

MSEK - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2025	2026	2027	2028	TAMI
PER	21,9	21,3	18,8	17,1	
EV/EBITDA	8,2	8,3	8,0	7,7	
Rent. Dividendo	4,3%	4,3%	4,5%	4,5%	
BPA (€/acc)	7,58	7,79	8,87	9,75	8,8%
DPA (€/acc)	7,10	7,10	7,50	7,50	1,8%
DN/EBITDA (x)	1,4	1,3	1,3	1,3	

Ev. trimestre	2T26	2T25	Var. %	Consenso
Ventas	54.828	56.714	-3,3%	55.232
M. Bruto	31.045	31.425	-1,2%	31.188
<i>M. Bruto</i>	<i>56,6%</i>	<i>55,4%</i>		<i>56,5%</i>
EBIT	5.913	5.914	0,0%	6.348
<i>Margen EBIT</i>	<i>10,8%</i>	<i>10,4%</i>		<i>11,5%</i>
BNA	3.963	3.962	0,0%	4.349
BPA	2,49	2,48	0,4%	2,71
DN/EBITDA (x)	1,5	1,5		

Rentabilidad para los accionistas (últimos 13 años)



H&M

Precio objetivo:	150 SEK	Potencial:	-9,9%
Recomendación:	Vender		
Analista:	Elena Fernández-Traipella Janssen		

Los resultados del 2T26 (marzo - mayo) no alcanzan las expectativas. Las ventas son planas a tipo de cambio constante. El arranque del 3T26 sigue flojo con ventas también planas en junio. **Los márgenes mejoran apoyados en el avance del M. Bruto**, el más alto en un 2T, tras la optimización de las cadenas de suministro y la depreciación del \$/SEK que ha abaratado los aprovisionamientos, pero **la mejora tenderá a diluirse en 2S26**. Un entorno adverso empaña los avances del grupo en control de costes e inventarios, gestión de proveedores y logística. Con un modelo de negocio menos robusto que Inditex, **H&M sigue más expuesto a un consumidor con menor poder adquisitivo para productos discrecionales y presiones en costes**. Tras varios años de reestructuración para impulsar ventas y reparar márgenes, los avances son lentos en un entorno con creciente competencia y baja confianza de los consumidores. **El objetivo de un M. EBIT del 10% (7,8% en 2T26) se resiste y las ventas se mantienen moderadas**. No justifican unos múltiplos con descuentos insuficientes con perspectiva histórica y frente a otros comparables. **Los riesgos siguen a la baja en la segunda mitad del año**. Tras una subida del valor de +23% en los últimos 12 meses, **rebajamos la recomendación a Vender (desde Neutral) y ajustamos el P. Objetivo hasta 150 SEK (vs 140 SEK anterior)**.

Los resultados 2T 2026 decepcionan: caída de ventas y mejora de márgenes que tenderá a diluirse en 2S26. El arranque del 3T (junio) sigue flojo.

Principales cifras vs consenso: **Ingresos 54.828 MSEK (-3,3% a/a)** vs 55.232 MSEK (-2,6%) esperado. **Margen Bruto 31.045 MSEK (-1,2%)** (Margen s/ ventas: **56,6%**) vs 31.188 MSEK esperados (Margen: 56,5%); **EBIT 5.913 MSEK (+0,0%)** vs 6.348 MSEK (+7,6%) esperado; **BNA 3.963 MSEK (+0,0%)** vs 4.349 MSEK (+9,4%) esperados. La Deuda Neta asciende a 1.500 MSEK vs 1.500 MSEK en 2T25 y a cierre de 2025. [Link a los resultados](#).

Los resultados del 2T26 (marzo - mayo) no alcanzan las expectativas. Las ventas caen -3,3% vs -2,6% esperado en un entorno de baja confianza de los consumidores y una primavera fría en el Norte de Europa (43% de las ventas). **A tipo de cambio constante el crecimiento es plano**. El arranque del 3T26 sigue flojo: **las ventas en junio son planas** respecto a junio 2025.

Los márgenes mejoran apoyados en el avance del M. Bruto, el más alto en un 2T, tras la optimización de las cadenas de suministro y la depreciación del \$/SEK (-6% durante el trimestre) que ha abaratado los aprovisionamientos. **El M. Bruto mejora +120pb hasta 56,6%**, pero pierde vigor frente a 1T (+160pb). El EBIT incluye provisiones no recurrentes de 1.244 MSEK por reestructuración de marcas, IT y logística. Estas suavizarán el aumento de costes tecnológicos en 2S26. Excluyendo este cargo extraordinario, **el M. EBIT alcanza 7,8% (+70pb), todavía lejos del objetivo del 10%**. La mejora deriva enteramente del avance del M. Bruto porque los costes operativos disminuyen -1% (menos que las ventas). Los inventarios caen -10% lo que deberá seguir dando soporte al M. Bruto en los próximos trimestres, aunque el impulso por tipos de cambio tenderá a diluirse.

Bajos crecimientos orgánicos en los trimestres recientes reflejan la dificultad del grupo para conectar con el público en un entorno altamente competitivo. **Los vientos de cola que han impulsado el M. Bruto** (impacto favorable tipo de cambio, mejoras en las cadenas de suministro) **irán diluyéndose en 2S26 y el M. EBIT reflejará menor margen para recortar costes** tras los esfuerzos de reestructuración iniciado en 2020. Con ello, **prevemos EBIT y M. EBIT relativamente estancados**. Para una mejora sostenida el grupo necesita revitalizar las ventas y no depender solo de los recortes de costes. Tras la pandemia se ha centrado en actuaciones que han llevado a un ahorro de costes de 2.000MSEK/año y en la optimización y rediseño de la red de tiendas con el cierre de 975 tiendas desde 2020 hasta 4.101 (-19% desde el pico en 2019).



Como comparación, en su 1T26 fiscal (febrero - marzo), **Inditex** obtuvo un crecimiento de ventas de +8,8% a tipo de cambio constante (+11,5% en el arranque del 2T en mayo) con un M. Bruto de 61,2% y un M. EBIT de 20,1%.

Tras varios años de reestructuración para impulsar ventas y reparar márgenes, los avances son lentos en un entorno con creciente competencia y baja confianza de los consumidores. **El objetivo de un M. EBIT del 10% (7,8% en 2T26) se resiste y las ventas se mantienen moderadas**. No justifican unos múltiplos con descuentos insuficientes con perspectiva histórica (PER 26 21,3x, EV/EBITDA 8,3x vs media histórica de 23,1x y 9,7x respectivamente) **y frente a otros comparables como Inditex** (PER 26 25,7x y 13,5x).

En definitiva, un entorno adverso empaña los avances del grupo en control de costes e inventarios, gestión de proveedores y logística. Con un modelo de negocio menos robusto que Inditex, **H&M sigue más expuesto a un consumidor con menor poder adquisitivo para productos discrecionales y presiones en costes**. En este entorno, los esfuerzos para elevar la marca y los márgenes tardarán más de lo esperado. **Los riesgos siguen a la baja en la segunda mitad del año**. Tras una subida del valor de +23% en los últimos 12 meses, **rebajamos la recomendación a Vender (desde Neutral) y ajustamos el P. Objetivo hasta 150 SEK (vs 140 SEK anterior)**.

Resumen de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

MSEK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TAMI (21/30)
Ventas	187.031	198.967	223.553	236.035	234.478	228.285	221.436	228.080	233.782	239.626	2,8%
M. Bruto	93.544	105.006	113.277	120.896	125.299	121.821	119.576	122.023	125.073	128.200	3,6%
Margen Bruto	50,0%	52,8%	50,7%	51,2%	53,4%	53,4%	54,0%	53,5%	53,5%	53,5%	
EBITDA	29.052	37.575	29.748	37.492	39.558	39.535	38.524	40.160	41.574	43.030	4,5%
Margen EBITDA	15,5%	18,9%	13,3%	15,9%	16,9%	17,3%	17,4%	17,6%	17,8%	18,0%	
EBIT	3.099	15.255	7.169	14.537	17.306	18.395	17.759	19.952	21.845	23.733	25,4%
Margen EBIT	1,7%	7,7%	3,2%	6,2%	7,4%	8,1%	8,0%	8,7%	9,3%	9,9%	
BNA	1.243	11.010	3.566	8.745	11.621	12.158	12.492	14.232	15.643	17.058	33,8%
% var. Ventas	-19,6%	6,4%	12,4%	5,6%	-0,7%	-2,6%	-3,0%	3,0%	2,5%	2,5%	
% var. BNA	-90,8%	785,7%	-67,6%	145,2%	32,9%	4,6%	2,8%	13,9%	9,9%	9,0%	

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

MSEK	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	TAMI (21/30)
Inmovilizado M	31.639	26.576	24.431	25.242	29.158	30.440	29.219	28.304	27.581	27.009	-1,7%
Inmovilizado	109.013	100.795	102.525	100.744	104.487	97.778	95.135	93.266	91.581	90.074	-2,2%
Existencias	38.209	37.306	42.495	37.358	40.348	35.427	34.323	35.352	36.236	37.142	-0,7%
Clientes	3.086	3.059	3.014	3.301	5.631	6.411	5.536	5.702	5.845	5.991	8,3%
Tesorería	16.540	27.471	21.707	26.398	17.340	20.908	21.039	20.488	20.229	20.051	2,5%
Otros	-24.116	-15.426	-12.124	-11.770	-16.750	-20.691	-19.763	-18.564	-17.597	-16.776	-3,9%
Total Activo	174.371	179.781	182.048	181.273	180.214	170.273	165.490	164.548	163.874	163.491	-0,8%
Patrimonio Net	54.623	60.018	50.757	47.601	46.211	42.947	44.051	46.252	49.865	54.412	-1,1%
Deuda Financie	16.332	9.614	10.778	17.082	14.117	20.675	20.670	20.463	20.392	20.363	2,8%
Acreedores	9.511	20.382	21.090	21.027	24.417	20.826	19.863	20.681	21.198	21.728	10,5%
Pasivo Corrient	38.847	40.359	46.110	43.902	42.233	38.432	34.486	31.540	27.606	22.958	-4,2%
Otros	55.058	49.408	53.313	51.661	53.236	47.393	46.420	45.613	44.812	44.031	-2,5%
Total Pasivo	174.371	179.781	182.048	181.273	180.214	170.273	165.490	164.548	163.874	163.491	-0,8%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

MSEK	2026	2027	2028	2029	2030	VR
EBIT	17.759	19.952	21.845	23.733	25.625	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-4.440	-4.988	-5.461	-5.933	-6.406	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)	13.320	14.964	16.384	17.800	19.219	
+ Amortizaciones	20.765	20.209	19.728	19.298	18.907	
- Arrendamientos	-12.698	-13.079	-13.471	-13.875	-14.292	
- Inversiones en activos fijos	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000	
- Variación Capital Circulante	1.016	-377	-509	-522	-535	
= Cash Flow Libre	12.403	11.716	12.132	12.700	13.299	217.650

WACC 7,7%

g 1,50%

Matriz de Sensibilidad

WACC/g	1,0%	1,3%	1,50%	1,8%	2,0%
Valor Grupo	6,7%	150	150	150	150
- Deuda Neta	7,2%	150	150	150	150
- Minoritarios	7,7%	150	150	150	150
Valor Fondos Propios	8,2%	150	150	150	150
Nº acciones (M)	8,7%	150	150	150	150
Precio Objetivo (SEK/acción)	9,2%	150	150	150	150

Recomendaciones emitidas en los últimos 12 meses:

Fecha	Recomendación	P. Objetivo (€/acción)
25/09/2025	Neutral	140 SEK
26/06/2025	Vender	140 SEK
27/03/2025	Vender	140 SEK
30/01/2025	Vender	140 SEK

INFORMACIÓN IMPORTANTE.-

- Todos nuestros informes se encuentran disponibles en nuestro website: <https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>
- Las metodologías de valoración más frecuentes aplicadas en nuestro análisis de compañías son las siguientes (lista no exhaustiva): VAN FCF, Descuento de Dividendos, Neto Patrimonial, Ratios Comparables, Valor Neto Liquidativo, Warranted Equity Value y PER Teórico

Por favor, consulte importantes advertencias legales en:

https://webcorporativa.bankinter.com/www2/corporativa/es/cumplimiento_normativo/codigos_internos

- Los consensos de mercado a que se alude en este informe son proporcionados por distintas fuentes de información financiera que consideramos razonablemente fiables, generalmente las indicadas en el punto anterior.

NOTAS DE COMPAÑÍAS

Todas nuestras notas están disponibles en:

[Link a los informes de compañías](#)

EQUIPO DE ANÁLISIS:

Ramón Forcada - Director
 Aránzazu Bueno - Eléctricas
 Pilar Aranda - Petróleo & Aerolíneas
 Juan Moreno - Inmobiliarias & Telecom
 Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Alimentación
 Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
 Rocío Canal - Software & Turismo
 Guilherme Pavao - Portugal

Rafael Alonso - Bancos
 Aránzazu Cortina - Industriales
 Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
 Carlos Pellicer - Defensa & Ciberseguridad
 Jorge Pradilla - Ciberseguridad & Logística
 Marcos Souto - Seguros & Infraestructuras
 Julián Pérez - Farma & IA

Temáticas y activos de responsabilidad compartida por todo el Equipo:

- Macroeconomía
- Estrategia de Inversión
- Bonos
- Divisas
- Fondos de Inversión
- ETFs
- Carteras Modelo de Fondos de Inversión y de Renta Variable

Todos nuestros informes en:

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/informes>

Avda. de Bruselas, 14

<https://www.bankinter.com/broker/analisis/actualidad>

28108 Alcobendas, Madrid

www.bankinter.com

3

(1) Fecha y hora de finalización de la elaboración de la recomendación y de su difusión