

El CV-19 acelera la reestructuración y aumenta el apalancamiento operativo. Potencial de crecimiento y mejora de márgenes. Sólida situación financiera

Datos básicos

Capitalización (MSEK):	296.754
Último (SEK/acción):	179,3
Nº acciones (M):	1.655
Mín/Máx (52 sem):	98,13 / 212,65
Cód. Reuters / Bloomberg:	HMB.ST / HMB.SS
Evolución 2021:	5,0%

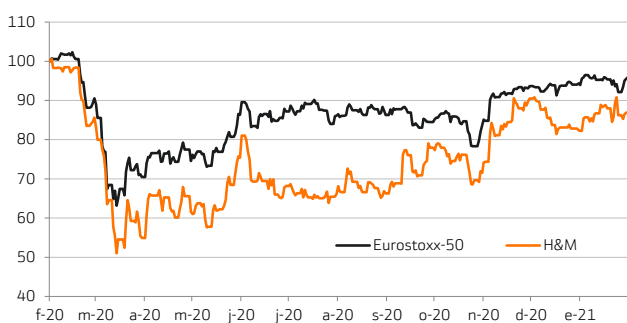
Cifras relevantes	2019	2020	2021e	2022e	TAMI
Ventas	232.755	187.031	212.280	225.017	-1,1%
M. Bruto	122.453	93.544	111.023	118.809	-1,0%
<i>M. Bruto</i>	<i>52,6%</i>	<i>50,0%</i>	<i>52,3%</i>	<i>52,8%</i>	
EBIT	17.346	3.099	14.680	20.213	5,2%
Margen EBIT	7,5%	1,7%	6,9%	9,0%	
BNA	13.443	1.243	10.465	15.118	4,0%
<i>Margen Beneficio</i>	<i>5,8%</i>	<i>0,7%</i>	<i>4,9%</i>	<i>6,7%</i>	

MSEK - TAMI: Tasa Anual Media de Incrementos

Principales ratios	2019	2020	2021e	2022e	TAMI
PER	22,1	238,7	28,4	19,6	
EV/EBITDA	10,6	12,4	7,4	7,0	
Rent. Dividendo	5,4%	0,0%	3,1%	4,3%	
BPA (€/acc)	8,1	0,8	6,3	9,1	4,0%
DPA (€/acc)	9,8	0,0	5,5	7,7	-7,8%
DN/EBITDA (x)	0,2	2,2	0,0	0,0	

Ev. trimestre	4T20	4T19	Var. %	Consenso
Ventas	52.543	61.694	-14,8%	53.250
M. Bruto	27.375	33.287	-17,8%	27.587
<i>M. Bruto</i>	<i>52,1%</i>	<i>54,0%</i>		<i>49,3%</i>
EBIT	3.897	5.377	-27,5%	3.445
<i>Margen EBIT</i>	<i>7,4%</i>	<i>8,7%</i>		<i>6,5%</i>
BNA	2.485	4.212	-41,0%	2.514
BPA	1,50	2,54	-40,9%	2,50
DN/EBITDA (x)	0,0	0,2		

Evolución bursátil (últimos 12 meses)



Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<http://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

Avda. de Bruselas, 14

28108 Alcobendas, Madrid

H&M

Precio objetivo: 208 € Potencial: +15,9%

Recomendación: Comprar

Analista: Elena Fernández-Trapiella Janssen

Los resultados del 4T20 cumplen las expectativas y muestran una recuperación de ventas y márgenes. La crisis del Covid-19 ha acelerado la reestructuración en marcha del modelo de negocio vía la reducción de costes mediante la integración de las cadenas de suministro para tiendas físicas y ventas online, la racionalización de la red de tiendas físicas y el reforzamiento del posicionamiento digital. El grupo emerge de la crisis con mayor apalancamiento operativo y mejor gestión del fondo de maniobra. Mantiene su objetivo de crecimiento de ventas de +10%/15% en los próximos años. Con una sólida situación financiera, tiene margen de inversión para el desarrollo de su plan estratégico y la reanudación del pago de dividendo en 2021 (aunque el importe se decidirá con el ejercicio más avanzado).

Resultados 2020 cumplen las expectativas

Las ventas caen -19,6% hasta 187.025 MSEK. Las ventas orgánicas disminuyen -18% en el año, moderando su ritmo de descenso en el 4T20 (-10% en 4T vs -19% en 3T; -50% en 2T). La caída de tan solo -3% en las 7 primeras semanas del trimestre, con menor impacto de restricciones, muestra la capacidad de recuperación en un entorno normalizado. Las ventas online aumentan +50% en el trimestre (+38% en el año) duplicando su peso hasta 28% del total. En el arranque del 1T21, las ventas descienden -23% entre el 1 de diciembre y el 27 de enero afectadas por nuevas restricciones.

El M. Bruto se reduce en 190pb hasta 52,1%, impactado por un aumento de 100 pb en la proporción de rebajas sobre el total de ingresos. Pero la reducción de costes permite una mejora del EBIT en el 4T20 hasta 3.665 MSEK (7,0% sobre ventas vs 8,8% en 4T19 y 1,1% para todo el ejercicio).

El BNA asciende a 1.243 MSEK (-91%) en el año (2.485 MSEK en 4T20) y la generación de Cash Flow se mantiene positiva. La posición de Caja asciende a 16.540 MSEK (+34%).

El aumento de los inventarios (+6% en 2020; 20,4% de las ventas) seguirá pesando en el 1T21, pero las nuevas marcas con mayor margen y la creciente digitalización aumentarán progresivamente la flexibilidad del grupo.

Perspectivas de medio plazo

Las perspectivas para el 1T21 son prudentes por la extensión de restricciones en algunos de los principales mercados del grupo, como Alemania. Actualmente 1.800 tiendas (36% del total) permanecen cerradas. El grupo seguirá limitando el impacto mediante su estrategia omnicanal, el control de los costes operativos y la mayor flexibilidad de su cadena de suministro.

El grupo mantiene su objetivo de crecimiento de las ventas anual a medio/largo plazo de +10%/+15%. El grupo prevé un menor gasto en Fondo de Maniobra de -10.000 MSEK en 2021. Durante el ejercicio continuará la optimización de la red física con el cierre neto de 250 tiendas (-58 en 2020). Con una DFN/EBITDA de 0,0x, el grupo mantiene el potencial de inversión para el desarrollo de su plan estratégico.

El grupo anuncia la reanudación del dividendo en 2021, aunque el importe se decidirá con el ejercicio más avanzado.

Aunque el arranque del nuevo ejercicio estará marcado por las restricciones en muchos países, H&M mantiene potencial de mejora adicional de márgenes debido a la optimización de su estructura de costes, la racionalización de su red de tiendas y la reducción del porcentaje de rebajas sobre ventas. Las perspectivas de crecimiento de ingresos son elevadas por el desarrollo de su posicionamiento online y la expansión de las marcas más pequeñas en nuevos países. Esperamos que el grupo continúe ganando cuota de mercado a costa de marcas con menor diversificación geográfica, fortaleza de balance y modelo online exitoso.

Resumen de la la Cuenta de Pérdidas y Ganancias

MSEK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TAMI (19/25)
Ventas	200.004	210.400	232.755	187.031	212.280	225.017	234.018	243.378	250.680	1,2%
M. Bruto	108.090	110.887	122.453	93.544	111.023	118.809	123.561	128.504	132.359	1,3%
Margen Bruto	54,0%	52,7%	52,6%	50,0%	52,3%	52,8%	52,8%	52,8%	52,8%	
EBITDA	29.057	25.164	28.397	29.052	40.081	42.192	43.114	44.839	46.184	8,4%
Margen EBITDA	14,5%	12,0%	12,2%	15,5%	18,9%	18,8%	18,4%	18,4%	18,4%	
EBIT	20.569	15.493	17.346	3.099	14.680	20.213	21.353	22.899	24.811	6,1%
Margen EBIT	10,3%	7,4%	7,5%	1,7%	6,9%	9,0%	9,1%	9,4%	9,9%	
BNA	16.184	12.652	13.443	1.243	10.465	15.118	16.458	17.639	19.133	6,1%
% var. Ventas		5,2%	10,6%	-19,6%	13,5%	6,0%	4,0%	4,0%	3,0%	
% var. BNA		-21,8%	6,3%	-90,8%	741,9%	44,5%	8,9%	7,2%	8,5%	

¹Tasa Anual Media de Incrementos

Resumen de Balance de Situación

MSEK	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	TAMI (19/25)
Inmovilizado Material	39818	42439	40892	91174	86040	82047	78793	75813	72157	
Inmovilizado	50.816	57.214	58.213	109.013	103.969	99.584	97.027	95.128	92.774	8,1%
Existencias	33.712	37.721	37.823	38.209	42.456	45.003	46.804	48.676	50.136	4,8%
Clientes	5.297	6.329	5.879	3.086	5.307	5.625	5.850	6.084	6.267	1,1%
Tesorería	9.718	11.590	12.312	16.540	29.593	33.343	35.355	35.627	33.224	18,0%
Otros	-32.799	-36.503	-34.634	-83.651	-69.791	-64.822	-60.880	-57.183	-52.967	7,3%
Total Activo	106.562	118.790	120.485	174.371	197.575	200.781	202.950	204.147	201.591	9,0%
Patrimonio Neto	59.713	58.546	57.069	54.623	55.985	58.442	61.660	66.058	71.951	3,9%
Deuda Financiera	10.220	19.781	17.698	16.332	29.385	33.135	35.147	35.419	33.016	11,0%
Acreedores	7.215	6.800	7.838	9.511	20.126	16.993	17.673	18.380	18.931	15,8%
Pasivo Corriente	23.638	28.130	32.947	38.847	35.185	33.912	30.024	26.869	23.783	-5,3%
Otros	5.776	5.533	4.933	55.058	56.895	58.298	58.446	57.418	53.910	n.s.
Total Pasivo	106.562	118.790	120.485	174.371	197.575	200.781	202.951	204.147	201.592	9,0%

Valoración Descuento Cash Flow Libre Operativo

MSEK	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	VR
EBIT	17.346	3.099	14.680	20.213	21.353	22.899	24.811	
- Impuesto S/ Beneficio Operativo	-4.683	-868	-4.110	-5.660	-5.979	-6.412	-6.947	
= NOPLAT (Benef. Operativo después Imp.)	12.663	2.231	10.569	14.553	15.374	16.487	17.864	
+ Amortizaciones	11.051	25.953	25.402	21.979	21.761	21.940	21.372	
- Inversiones en activos fijos	-10.528	-5.244	-10.000	-10.000	-12.000	-13.000	-14.000	
- Variación Capital Circulante	-20.808	4.080	4.147	-5.998	-1.345	-1.399	-1.091	
= Cash Flow Libre	-7.622	27.020	30.118	20.535	23.790	24.028	24.145	430.960

WACC 7,0%

g 1,5%

Valor Grupo 407.974

- Deuda Neta 64.137

- Minoritarios 0

Valor Fondos Propios 343.837

Nº acciones (M) 1.655

Precio Objetivo (SEK/acción) 208

Matriz de Sensibilidad

WACC/g	1,0%	1,3%	1,5%	1,8%	2,0%
6,0%	238	249	261	275	291
6,5%	213	222	232	243	255
7,0%	192	200	208	217	226
7,5%	175	181	188	195	203
8,0%	160	165	171	177	183
8,5%	147	151	156	161	166

Todos nuestros informes disponibles en:

<https://broker.bankinter.com/www2/broker/es/analisis>

<http://bankinter.com/broker/analisis>

www.bankinter.com

3108 Alcobendas, Madrid

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

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
Elena Fernández-Trapiella - Consumo & Telecoms
Esther Gutiérrez de la Torre - Autos
Eduardo Cabrero- Seguros

Rafael Alonso - Bancos
Aránzazu Cortina - Industriales
Luis Piñas - Consumo
Pedro Echeguren - Farma & Salud
Juan Tuesta - Construcción & Tecnología
Susana André - Portugal, Assistant
Rafael Diogo- Portugal

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