

**H&M – Hennes & Mauritz AB (Ticker: HMB SS) – free-falling knife**

Preço e Performance (Valores em EUR)	
Preço	124,60
Máx de 52 semanas	229,60
Mín de 52 semanas	117,10
YTD	-26,0%
Volume médio diário (un) *	6.831.705
Capitalização bolsista (mn)	207.381
Beta	0,80
Dividendo (SEK)	9,75
EPS (SEK)	9,78

\* média dos últimos seis meses  
Nota: Valores do dia 05/04/2018 Fonte: Bloomberg;

Consenso de analistas (últimos 2m)	
Comprar	2
Manter	12
Vender	22

Fonte: Bloomberg;

Informação Financeira	
Vendas (SEK mn)	200.004
EBITDA (SEK mn)	29.057
Nº de empregados	171.000
ROA	14,7%
ROE	24,1%
D/E	0,17
Dividend Yield	7,74%

Fonte: Bloomberg;

**Evolução Gráfica – Preço fecho**



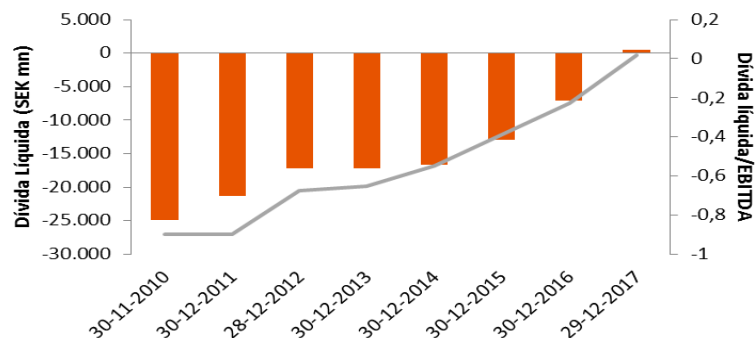
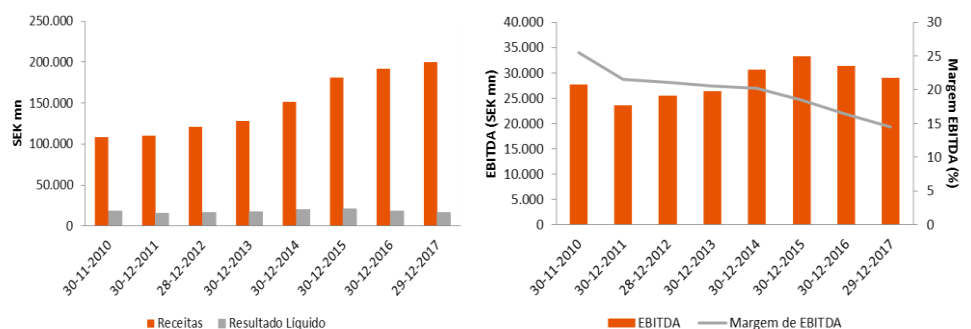
Fonte: Bloomberg

**Descrição**

A Hennes & Mauritz é uma empresa multinacional sueca que opera na indústria de vestuário. Os produtos desenhados, produzidos e vendidos a retalho pela H&M abrangem todo o tipo de público, acompanhando as tendências clássicas, desportivas e de luxo. Para além de vestuário, a H&M também comercializa joalheria, acessórios e cosméticos, estabelecendo-se assim como *one-stop shop* no que diz respeito a aparência exterior e moda. O portefólio da H&M é composto por oito marcas, 4.739 lojas físicas próprias em 69 países e 43 lojas *online*. Em 2017, as receitas totais da H&M ascenderam a SEK 200 mil milhões, cerca de 40% oriundas da Zona Euro (excepto Finlândia), 11% de países escandinavos, 2% dos *franchises* no Médio Oriente e 47% do resto do mundo.

**Evolução Operacional e Financeira**

À excepção de uma tendência ininterruptamente crescente nas vendas anuais (mas com um significativo abrandamento nos últimos anos), as restantes métricas relevantes espelham as dificuldades operacionais que a empresa tem atravessado. O EBITDA e o resultado líquido têm contraído desde 2015, tendo caído uns expressivos 13% e 22,5%, respectivamente – em apenas dois anos – desde então até 2017. A margem EBITDA e a margem bruta apresentam uma tendência inequivocamente descendente, reflectindo um desafio que as empresas de retalho de vestuário enfrentam actualmente: acumulação de inventários, em virtude de um desajuste entre as condições atmosféricas e as colecções disponíveis nas lojas. A maior duração e rigor das estações do ano podem conduzir a um substancial abrandamento das vendas no lançamento das novas colecções, levando as empresas de retalho a encetar políticas agressivas de saldos, de modo a conseguirem escoar o excesso de *stocks*. Esta realidade é especialmente penalizadora para empresas com um *supply chain* pouco flexível, dificilmente adaptável e com uma eficiência aquém do desejado, como é o caso da H&M, quando comparada, por exemplo, com uma das suas principais rivais, a Inditex.



Fonte: Bloomberg; BIG Research

**Research:**

João Lampreia  
Annika Hofmann  
Diana Oliveira, CFA  
João Saágua  
João Calado  
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

No que diz respeito ao balanço da H&M, consideramos alarmante a evolução da dívida líquida e, particularmente preocupante, a demarcada tendência ascendente do rácio de dívida líquida/EBITDA. Ainda que esta métrica financeira seja actualmente baixa, a variação de -0,9 para +0,01 ao longo de sete anos, espelha a crescente opção da H&M pela contracção de dívida, perante reservas de *cash* que diminuíram muito substancialmente durante os sete em anos em análise (SEK 24,8 mil mi em 2010 para SEK 9,1 mil mi em 2017). O incremento de dívida líquida, pela via de empréstimos a curto prazo, e o aumento do passivo em geral, maioritariamente devido à rubrica “Other Account Payables & Acruals” (onde a componente com maior peso está relacionada com contratos preliminares de *real estate* – possivelmente devido ao crescimento de lojas físicas que são compradas pela própria H&M) consubstanciam uma tendência bastante pouco saudável perante (1) um desempenho operacional em deterioração e (2) uma gradual normalização de política monetária por parte do Riksbank num futuro não tão longínquo.

### ▲ Resultados de 2017 e primeiro trimestre de 2018

Na apresentação de resultados relativamente ao ano fiscal de 2017, a H&M reportou um resultado líquido 2,6% acima das estimativas, um EBITDA que superou as expectativas em 0,6%. Todavia, a desilusão causada pelo valor das receitas anuais face às estimativas (-0,86%), o fraco desempenho operacional no quarto trimestre (quebra de 33% nos lucros e queda de 2% nas vendas) e, especialmente o *guidance* verdadeiramente prudente apresentado para 2018 levaram a acção a desvalorizar mais de 10%. O CEO afirmou que a empresa está com dificuldade em ultrapassar os novos desafios impostos pela crescente tendência do comércio *online*, e que estes continuarão em 2018, admitindo ainda que a performance operacional da H&M, especialmente do segmento *online* estava claramente abaixo das expectativas da empresa. De forma mais concreta, o CEO declarou que deverá demorar algum tempo até que a H&M consiga atingir o objectivo auto-proposto para o crescimento anual de vendas (10%-15%) e que espera que a abertura de novas lojas físicas abrande nos próximos anos.

Na mais recente divulgação de resultados, referente ao primeiro trimestre do ano fiscal de 2018, uma vez mais a acção foi penalizada, caindo mais de 5%. Para esta reacção, terão contribuído: o abrandamento das vendas, do EBITDA e da margem bruta no primeiro trimestre, que foram todos divulgados abaixo das estimativas – não obstante os lucros terem superado as estimativas dos analistas. Uma vez mais foram identificados os problemas relacionados com a acumulação de inventários e o conseqüente impacto negativo na rentabilidade da empresa, em virtude da necessidade de prática de descontos agressivos.

### ▲ Riscos e visão

Em linha com o supra referido, dois dos principais riscos que identificamos consistem na acumulação de *stocks*, motivado primordialmente pela mudança do comportamento dos consumidores, em virtude das alterações climáticas; e a pressão exercida pela conseqüente política agressiva de descontos sobre a rentabilidade da empresa. Um outro risco que identificamos prende-se com a adaptação ao comércio *online*, que não tem sido tão bem sucedida quanto seria esperado, estando a H&M com dificuldade para acompanhar as novas tendências *online* do sector de retalho.

A elevada concorrência é um factor de risco perene para as empresas do sector, principalmente quando se trata de vestuário *low-cost*. A Primark tem representado uma séria ameaça para a H&M.

#### Research:

João Lampreia  
Annika Hofmann  
Diana Oliveira, CFA  
João Saáguas  
João Calado  
research@big.pt

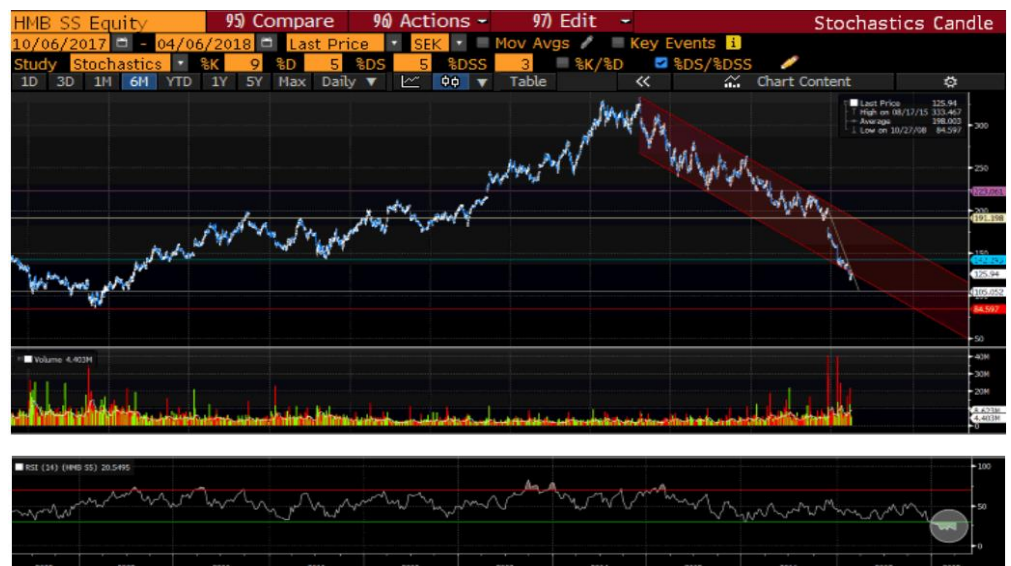
Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

Desde 2014, o SEK tem revelado uma significativa fraqueza face às principais divisas mundiais, o que acaba por favorecer a H&M. Caso se verifique uma eventual inversão da tendência descendente do SEK, tal factor poderá pressionar ainda mais as margens da multinacional, uma vez que apenas uma parte pouco expressiva das suas receitas é gerada na Suécia.

Perante um panorama muito pouco optimista, a par da ausência de políticas claras e realmente tangíveis, por parte da Administração da H&M, para fazer face a todos os desafios apresentados e conseguir inverter a deterioração operacional, a nossa visão para a empresa de vestuário sueca é **negativa**.

### ▲ Análise gráfica e sentimento

Após ter atingido máximos em torno dos SEK 331,5, em Agosto de 2015, a H&M já perdeu mais de 60% do seu valor de mercado. Desde o início do ano, a retalhista sueca tem intensificado significativamente as quedas (visível através de uma linha de tendência descendente com um declive bastante mais acentuado), desvalorizando já mais de 25%. Numa perspectiva de análise técnica, a H&M perdeu já múltiplos suportes horizontais, apresentando-se a próxima referência relevante para descidas em torno dos SEK 105 e a seguinte junto dos SEK 84.



Fonte: Bloomberg; BiG Research

O oscilador de *momentum* RSI, que mede a força relativa de uma tendência, está, num horizonte temporal semanal, em níveis de sobrevenida absolutamente recorde para a acção. Este factor, a par de o preço estar junto ao limiar inferior do canal descendente, leva-nos a considerar a possibilidade de uma eventual recuperação efémera a curto prazo (possível *dead cat bounce*). Todavia, este é o único sinal técnico que, na nossa opinião, poderá sugerir uma eventual recuperação a curto prazo.

Finalmente, no que diz respeito à actividade de analistas, o cenário é verdadeiramente pessimista. Para além de 61% das recomendações serem de venda, face a apenas 5,6% de compra, as 13 mais recentes revisões realizadas representaram todas um *downgrade*. Actualmente, o preço-alvo médio atribuído pelos analistas que cobrem o título é de SEK 120,35.

#### Research:

João Lampreia  
Annika Hofmann  
Diana Oliveira, CFA  
João Saágua  
João Calado  
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

## Análise Comparativa e Consenso de mercado

Nome	País	Cap. Bolsista (milhões)	Moeda	P/E	P/E 2018E	P/E 2019E	P/BV	EV/EBITDA	EV/Sales	Margem EBITDA	YTD	Div. Yield	1 Yr. Price Δ	ROE	ROA	D/E	Div. Líq./EBITDA	Cash Ratio	Dividend Coverage
INDUSTRIA DE DISENO TEXTIL	SPAIN	80.877	EUR	24,0	22,7	20,4	6,0	15,8	3,3	20,8%	-10,7%	2,6%	-22,5%	25,7%	16,9%	0,0	-1,2	1,2	1,4
ZALANDO SE	GERMANY	10.896	EUR	103,8	73,4	55,5	7,1	40,1	2,2	5,5%	-0,4%	n.a.	11,1%	7,0%	3,7%	0,1	-4,2	0,8	n.a.
MARKS & SPENCER GROUP PLC	BRITAIN	4.317	GBP	23,4	9,6	9,8	1,5	8,0	0,7	8,8%	-15,6%	7,0%	-20,8%	6,1%	2,3%	0,7	2,0	0,2	0,4
NEXT PLC	BRITAIN	6.724	GBP	11,3	11,4	11,0	14,0	9,7	2,1	21,7%	5,2%	6,2%	20,2%	119,2%	23,8%	2,3	1,2	0,1	2,0
KERING	FRANCE	52.608	EUR	29,3	22,7	20,6	4,4	16,6	3,5	20,8%	6,0%	1,2%	69,1%	15,4%	7,2%	0,5	1,0	0,4	2,4
JD.COM INC-ADR	CHINA	57.406	USD	n.a.	54,6	34,3	6,9	104,5	1,0	1,0%	-3,0%	n.a.	24,7%	-0,4%	-0,1%	0,5	-2,9	0,3	n.a.
STXE 600 Retail € Pr	ETF Retailho Europa	328.210	EUR	23,3	n.a.	n.a.	2,2	9,7	0,6	6,2%	-4,3%	2,8%	-5,8%	9,9%	3,2%	n.a.	1,0	n.a.	n.a.
HENNES & MAURITZ AB-B SHS	SWEDEN	208.142	SEK	13,8	14,3	14,1	3,4	8,4	1,2	13,7%	-25,7%	7,8%	-42,6%	24,1%	14,7%	0,2	0,1	0,2	1,0
Média exc. H&M				38,4	32,4	25,3	6,7	32,5	2,1	13,1%	-3,1%	4,3%	13,6%	28,8%	9,0%	0,7	-0,7	0,5	1,6

Fonte: Bloomberg; BiG Research

Todas as métricas de avaliação por múltiplos analisadas revelam um substancial desconto da H&M face às empresas congéneres da indústria de retalho de vestuário, a nível europeu e também mundial – algo expectável tendo em conta a impressionante perda de valor de mercado registada durante os últimos dois anos e meio. A margem EBITDA da empresa sueca está em linha com a média dos seus competidores, porém é significativamente inferior àquela conseguida pelo seu principal rival, a espanhola Inditex. O *dividend yield* especialmente atractivo é igualmente justificado pelas pesadas quedas que a empresa tem sofrido. O rácio de cobertura do dividendo (1,0) está na “linha de água” dos valores que consideramos saudáveis. Do ponto de vista de liquidez e balanço, a combinação de um dos *cash ratios* mais baixos do sector com uma tendência claramente ascendente na dívida, a implicar um rácio de dívida líquida/EBITDA bastante superior ao do sector, desperta-nos relativa preocupação.

### Research:

João Lampreia  
Annika Hofmann  
Diana Oliveira, CFA  
João Saágua  
João Calado  
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

## DISCLOSURES

- O Banco de Investimento Global, S.A. é uma instituição registada e regulada pelo Banco de Portugal e pela Comissão do Mercado dos Valores Mobiliários, as duas principais entidades responsáveis pela regulação de actividades financeiras em Portugal.
- O BIG dispõe de um Código de Conduta, aplicável a todos os colaboradores que desempenham a actividade de analistas financeiros, no sentido de continuar a assegurar o rigor, a competência e a excelência que caracterizam a sua imagem institucional. O referido documento está disponível para consulta externa, caso se verifique uma requisição nesse sentido.
- Os analistas que compõem a equipa de Research do BIG encontram-se, para todos os efeitos, devidamente registados junto da CMVM.
- Os membros da equipa de Research do BIG não recebem nem irão receber qualquer tipo de compensação no âmbito do exercício regular das suas recomendações, as quais reflectem opiniões estritamente pessoais.
- Não existe uma política de cobertura pré-definida no que respeita a selecção dos títulos alvo de recomendações de investimento.
- Clarificação dos termos qualitativos implícitos às recomendações:
  - Comprar, expectativa de retorno absoluto superior a 15%;
  - Acumular, expectativa de retorno absoluto entre +5% a +15%;
  - Manter/Neutral, expectativa de retorno absoluto entre -5% a +5%;
  - Reduzir, expectativa de retorno absoluto entre -5% a -15%;
  - Vender, expectativa de retorno absoluto inferior a -15%;
- Salvo disposição em contrário, a validade dos preços-alvo no âmbito das recomendações de investimento emitidas pela Equipa de Research do BiG consiste em 12 meses.
- A actualização dos nossos modelos e respectivos preços-alvo das recomendações de investimento proceder-se-á, habitualmente, num período entre 6 a 12 meses.
- O BIG pode ter, no presente e/ou no futuro, algum tipo de relação comercial com as empresas mencionadas neste relatório, nomeadamente ao nível da prestação de serviços de assessoria de investimento.
- O histórico relativo às recomendações de investimento elaboradas pela equipa de Research encontra-se nas tabelas em baixo, sendo que a consulta externa detalhada das respectivas performances poderá ser disponibilizada mediante uma requisição nesse sentido.

PSI20 Notes nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2018:

	Número de Recomendações	%
Acumular/Comprar	2	66,7%
Manter/Neutral	0	0,0%
Reduzir/Vender	1	33,3%
<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>100,0%</b>

Fonte: Research

Trading Ideas nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2018:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	7	63,6%
Stop Loss	0	0,0%
Em Vigor	4	36,4%
<b>Total</b>	<b>11</b>	<b>100,0%</b>

Pair Trades nos últimos 12 meses e à data de 31 de Março de 2018:

	Número de Recomendações	%
Profit Taking	0	0%
Stop Loss	0	0%
Em Vigor	0	0%
<b>Total</b>	<b>0</b>	<b>0%</b>

## DISCLAIMER

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informação disponível para o público em geral, recolhida de fontes consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Salienta-se a possibilidade dos resultados previstos serem susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizadas. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro. Alterações nas taxas de câmbio de investimentos não denominados na moeda local do investidor poderão gerar um efeito adverso no seu valor, preço ou rendimento. O BIG, ou seus colaboradores, poderão deter, a qualquer momento, uma posição sujeita a alterações, em qualquer título referenciado neste documento. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.

### Research:

João Lampreia  
Annika Hofmann  
Diana Oliveira, CFA  
João Saáguas  
João Calado  
research@big.pt

Este documento foi preparado exclusivamente para fins informativos, baseando-se em informações disponíveis para o público em geral e recolhida de fontes **Research** consideradas de confiança. O BIG não assume qualquer responsabilidade pela correcção integral da informação disponibilizada, nem deve entender-se nada do aqui constante como indicador de que quaisquer resultados serão alcançados. Chama-se particularmente a atenção para o facto de que os resultados previstos são susceptíveis de alteração em função de modificações que se venham a verificar nos pressupostos que serviram de base à informação agora disponibilizada. Adverte-se igualmente que o comportamento anterior de qualquer valor mobiliário não é indicativo de manutenção de comportamento idêntico no futuro, bem como que o preço de quaisquer valores pode ser alterado sem qualquer aviso prévio. O BIG poderá disponibilizar informação adicional, caso tal lhe seja expressamente solicitado. Este documento não consubstancia uma proposta de venda, nem uma solicitação de compra para a subscrição de quaisquer valores mobiliários.