

Værdiansættelse af IC Companys



Hovedopgave Forår 2011

Copenhagen Business School

Navn:	Nesrin Erdem
Vejleder:	Johnny Aastrup Roij Jensen
Dato:	Mandag d. 4. november 2011
Antal anslag i alt:	159.292 tegn ekskl. figurer og tabeller

Underskrift

Indholdsfortegnelse

1. Indledning	6
2. Problemformulering	7
3. Afgrænsning	8
4. Model- og metodevalg	10
4.1. Undersøgelsesdesign	10
4.2. Dataindsamlingsteknik	10
4.3. Analyse og tolkning af data	10
4.4. Validitet, reliabilitet samt forklaringsevne	10
4.5. Opgavestruktur	11
4.6. Teori og modeller	12
4.6.1. <i>Strategisk analyse</i>	12
4.6.2. <i>Regnskabsanalyse</i>	13
4.6.3. <i>Budgettering og værdiansættelse</i>	13
4.7. Kildekritik	14
5. Intern analyse – Virksomhedspræsentation	15
5.1. Indledning	15
5.2. Historie	15
5.2.1. <i>Carly Gry International</i>	16
5.2.2. <i>InWear Group International A/S</i>	16
5.2.3. <i>Fusionen d. 30. april 2001</i>	17
5.3. Produkter	17
5.4. Distributionskanaler	18
5.5. Ejerskab og aktiebeskrivelse	19
5.6. Organisation	20
5.7. Fælles platform	20
5.7.1. <i>Sourcing og logistik</i>	21
5.7.2. <i>Salgslogistik</i>	21
5.7.3. <i>Marketing</i>	22
5.7.4. <i>Human resources</i>	22
5.7.5. <i>It, finans og administration</i>	22
5.8. Delkonklusion – ”Fælles platform”	22
5.9. Ledelse	23
5.10. Koncernens markeder	23
5.10.1. <i>Skandinaviske marked</i>	25
5.10.2. <i>Øvrige Europa</i>	26
5.10.3. <i>Øvrige Verden</i>	27

5.11.	Finansiell beskrivelse af ICC	28
5.12.	Koncernens aktiekurs (udvikling)	29
6.	Strategisk analyse	31
6.1.	Den uafhængige Verden - PEST	32
6.1.1.	<i>Politiske Faktorer</i>	32
6.1.2.	<i>Økonomiske faktorer</i>	33
6.1.2.1.	<i>Skandinavien</i>	34
6.1.2.2.	<i>Øvrige Europa</i>	35
6.1.2.3.	<i>Øvrige Verden</i>	35
6.1.2.4.	<i>Andre markeder</i>	36
6.1.3.	<i>Sociokulturelle faktorer</i>	36
6.1.4.	<i>Teknologiske Faktorer</i>	40
6.2.	Brancheanalyse - Porters Five Forces	41
6.2.1.	<i>Potentielle nye udbydere (trusler fra nye konkurrenter)</i>	41
6.2.2.	<i>Substituerende produkter</i>	42
6.2.3.	<i>Leverandørens forhandlingsstyrke</i>	42
6.2.4.	<i>Kundernes forhandlingsstyrke</i>	43
6.2.5.	<i>Konkurrenceintensiteten i branchen</i>	44
6.3.	Intern Analyse	45
6.3.1.	<i>Ejerskab, bestyrelse og ledelse</i>	45
6.3.2.	<i>Corporate governance</i>	46
6.3.3.	<i>Ansatte</i>	47
6.3.4.	<i>Design</i>	47
6.3.5.	<i>Indgående logistik og produktion</i>	47
6.3.6.	<i>Marketing og salg – De 4 P'er</i>	48
6.3.6.1.	<i>Produkt</i>	48
6.3.6.2.	<i>Pris</i>	48
6.3.6.3.	<i>Place (distribution)</i>	49
6.3.6.4.	<i>Promotion (reklamer og branding)</i>	50
6.3.7.	<i>Vækststrategi – Ansoff's vækstmatrice</i>	51
6.4.	Delkonklusion – Strategisk analyse	52
6.5.	SWOT-analyse	55
7.	Regnskabsanalyse	58
7.1.	Reformulering	58
7.1.1.	<i>Reformulering af resultatopgørelsen</i>	58
7.1.1.1.	<i>Specifikation af omsætningen</i>	59
7.1.2.	<i>Resultatopgørelsen</i>	59
7.1.2.1.	<i>Andre gevinster og tab</i>	59
7.1.2.2.	<i>Nettotab indregnet direkte på egenkapitalen</i>	59

7.1.2.3.	<i>Finansielle poster</i>	59
7.1.3.	<i>Balancen</i>	60
7.1.3.1.	<i>Finansielle anlægsaktiver</i>	60
7.1.3.2.	<i>Udsudte skatteaktiver</i>	61
7.1.3.3.	<i>Andre tilgodehavender</i>	61
7.1.4.	<i>Resultatopgørelsen – reformuleret</i>	61
7.1.5.	<i>Balancen - reformuleret</i>	62
7.2.	Rentabilitetsanalyse	63
7.2.1.	<i>Omsætningsmarginer</i>	64
7.2.1.1.	<i>Omsætning</i>	64
7.2.1.2.	<i>Bruttofortjeneste og vareforbrug</i>	65
7.2.1.3.	<i>EBITDA og EBIT</i>	66
7.2.1.4.	<i>ROIC</i>	66
7.2.1.5.	<i>OG og AOH</i>	67
7.2.1.6.	<i>Finansiel gearing (FGEAR)</i>	68
7.2.1.7.	<i>SPREAD og r</i>	68
7.2.2.	<i>ROE</i>	68
7.3.	Delkonklusion - Regnskabsanalyse	69
8.	Budgettering	71
8.1.	Resultatopgørelsen – Budgettering	71
8.1.1.	<i>Omsætningsvækst</i>	73
8.1.2.	<i>Bruttomargin</i>	74
8.1.3.	<i>Omkostninger</i>	74
8.1.4.	<i>EBITDA- og EBIT-margin</i>	75
8.1.5.	<i>Finansielle indtægter</i>	75
8.1.6.	<i>Finansielle omkostninger</i>	75
8.1.7.	<i>Skattesats</i>	75
8.1.8.	<i>Minoritetsinteresser</i>	76
8.2.	Balance - Budgettering	76
8.2.1.	<i>Investeret kapital/nettodriftsaktiver</i>	77
8.2.2.	<i>Immaterielle anlægsaktiver</i>	78
8.2.3.	<i>Materielle anlægsaktiver</i>	78
8.2.4.	<i>Finansielle anlægsaktiver</i>	79
8.2.5.	<i>Arbejdskapital</i>	79
8.2.5.1.	<i>Varebeholdninger</i>	79
8.2.5.2.	<i>Tilgodehavender fra salg</i>	79
8.2.5.3.	<i>Andre tilgodehavender</i>	79
8.2.5.4.	<i>Varekreditorer</i>	79
8.2.5.5.	<i>Anden gæld</i>	80
8.2.6.	<i>Nettofinansielle forpligtelser</i>	80

8.3.	Delkonklusion - Budgettering	80
9.	Værdiansættelse og følsomhedsanalyse	82
9.1.	Beskrivelse af værdiansættelsesmodeller	82
9.2.	DCF-model	84
9.3.	DCF-antagelser	84
9.4.	Fordele og ulemper ved DCF-model	84
9.5.	Multipelanalyse – Peer-group	85
9.6.	Estimering af afkastkrav (WACC)	86
9.6.1.	<i>Kreditrating (A og BBB)</i>	86
9.6.2.	<i>Risikofri rente</i>	87
9.6.3.	<i>Beta</i>	88
9.6.4.	<i>Risikofri præmie</i>	88
9.7.	DCF-værdiansættelse	88
9.8.	Peer-group-værdiansættelse	90
9.9.	Følsomhedsanalyse	92
9.9.1.	<i>Ændring i den årlige vækst i terminalperioden og WACC'en</i>	92
9.10.	Delkonklusion – Værdiansættelse og følsomhedsanalyse	93
10.	Konklusion	95
11.	Litteraturliste	98
	BILAG 1 – Markeder og BNP	101
	BILAG 2 – Nøgletalsanalyse	103
	BILAG 3 – Peer-Group – analyse	104
	BILAG 4 – Likviditetsbudget	105
	BILAG 4 – Likviditetsbudget – fortsat	106
	BILAG 5 – Produktportefølje	107
	BILAG 6 – Organisationsdiagram	108
	BILAG 7 – DuPont-Pyramide	109
	BILAG 8 – Porters Five Forces og PEST	110
	BILAG 9 – Porters Værdikæde	111
	BILAG 10 – Ansoff's Vækstmatrice	111

1. Indledning

IC Companys (herefter ICC) har haft svingende aktiekurser lige siden fusionen af Carly Gry og InWear i 2001, hvor finanskrisen ikke har bidraget positivt til denne aktieudvikling.

Aktien har tidligere udgjort omkring 400 kr. tilbage i starten af 2007, hvor forholdene bl.a. omkring ledelsen ramte koncernen hårdt, hvorfor denne fik indflydelse på værdien og blev reduceret ned til 295 kr. ved slutningen året.

Finanskrisen har ikke gjort det lettere for koncernen, hvor aktiekursen var helt nede på 40 kr. i slutningen af 2008. Til det har koncernen først og fremmest kommet med en løsning ved at hyre Niels Mikkelsen (tidl. ansat), der skulle være behjælpelig med at få koncernen ud af den dårlige periode med mindst mulige tab.

Koncernen forventer at implementere en række tiltag, der kan styrke koncernens indtjening og dermed aktiekursen der bliver påvirket heraf.

Indtil 6. maj har koncernen oplevet en tilfredsstillende udvikling. Denne udvikling skal kombineres med det hårde marked, som beklædningsbranchen er blevet udsat for som følge af konkurrencen i sourcinglande samt stigningen på bomuldspriserne. Faren herfor er pres, der kommer fra det asiatiske marked, der hellere vil producere noget andet end tøj eller større partier af samme produkt. Årsagen til dette er primært, at de mindre varegrupper som ICC bl.a. opererer med¹. Ved fravalg af disse mindsker producenten omstillingsomkostningerne.

Udviklingen i aktiekursen samt nye tiltag der forventes at implementeres i de kommende år for at realisere gunstig drift af koncernen, gør det interessant at analysere om ICC's markedskurs er *for* lav. Dermed ønskes der en værdiansættelse af ICC for at konkludere, om den aktuelle aktiekurs afviger væsentligt i forhold til forventningerne i fremtiden.

¹ E-artikel: Fashion Forum: ICC's Niels Mikkelsen: Sourcing er den største udfordring

2. Problemformulering

Aktiens værdi skal analyseres på baggrund af strategisk- og regnskabsanalyse, hvor der herefter skal foretages budgettering og værdiansættelse af aktierne pr. 31. maj 2010.

Herunder skal følgende forhold analyseres og besvares:

1. Hvilke eksterne- og interne forhold har indflydelse på aktiekursen?
2. Hvilke strategiske tiltag er gældende for ICC for at kunne stå stærkere på verdensplan?
3. Er ICC's produktportefølje gunstig i relation til fremtidig indtjening og herunder likviditetsskabelse?
4. Hvilken værdiansættelsesmodel vil være mest hensigtsmæssig at anvende for at kunne fastsætte et realistisk estimat af ICC's aktiekurs?
5. Hvor følsom er aktiekursen ved ændring af en parameter i den valgte værdiansættelsesmodel?
6. Er ICC aktie over- eller undervurderet i forhold til børskursen den 31. maj 2010?

Ovenstående vil besvares under delkonklusionerne for hvert afsnit. Endvidere vil der være én samlet konklusion, der vil opsamle de 6 problemstillinger.

3. Afgrænsning

De i problemformuleringen nævnte problemstillinger skal besvares ud fra en mulig investors synsvinkel, der har til hensigt at vurdere ICC aktiens værdi i forhold til dagskursen for efterfølgende at investere i aktien (nærmere herom senere i dette afsnit). Der inddrages informationer, som har været til rådighed ud fra de offentligt tilgængelige data, såsom årsrapporter – herunder halvårsrapporter, kvartalsmeddelelser og avisartikler, der er tilgængelige på hjemmesider m.m.

Dette betyder, at der ikke foretages interviews af bl.a. medarbejdere. Denne indstilling beror på, at medarbejdere ikke har mulighed for at udlevere interne analyser af børshensyn samt, at diverse udsagn heraf endvidere kan indeholde bias og vil derfor ikke være objektive. Dermed baseres der udelukkende på sekundære data².

Ændringen af afleveringsfristen for denne hovedopgave får ingen betydning for de tidligere forelagte begrænsninger vedrørende anvendelse af offentliggjorte materialer. Dermed afgrænses der for inddragelse af oplysninger vedrørende årsrapporten 2010/2011 og herefter. Med andre ord er alle former for oplysninger, *indtil* offentliggørelsen af årsrapporten 2010/2011, anvendt med henblik på at estimere den fremtidige udvikling for koncernen. Denne beslutning er foretaget, da inddragelsen af årsrapporten ellers vil ændre den strategiske analysedel, regnskabsanalyse samt budgetfasen og dermed hele hovedopgaven, hvorfor værdiansættelsen også ellers ville ske ud fra 2010/2011.

I henhold til empirisk undersøgelse anvender 17 ud af 18 respondenter DCF-modellen³, hvorfor jeg også vælger at benytte denne i min hovedopgave. Modellen måler værdien på selskabsniveau ud fra långivers og ejers synsvinkel.

Den valgte DCF-model skal suppleres med en multipel værdiansættelse via en peer-group undersøgelse - herunder P/E-modellen. For anvendeligheden af metoden skal sammenlignelige (tilnærmelsesvis) virksomheder udsøges. Der skal her lægges vægt på, at både markedsværdien og indtjeningen er kendt.

Nogle undersøgelser har vist sig, at ICC's aktie ikke handles ret ofte, eksempelvis i forhold til Hennes&Mauritz AB (herefter H&M), som er én af koncernens konkurrenter. Statistik-

² Ib Andersen: "Den skinbarlige virkelighed", s.115

³ Holm, Petersen og Plenborg (2006) / www.skat.dk

kerne for de 10 seneste handler har (pr. 15. august 2011) udvist, at selvom ICC-aktien handles relativ tit, handles der kun med få aktier ad gangen i forhold til H&M⁴.

Metoden skal hjælpe den mulige investors grundlag for at kunne værdiansætte aktien på den mest korrekte måde ved at sammenligne de beregnede værdier.

I praksis vælger en analytiker typisk en begrænset budgetperiode fra 3-10 år. For at kunne afgrænse budgetperioden skal oplysninger fra den strategiske analyse og regnskabsanalysen inddrages i videst omfang, da disse skal bestemme selve perioden⁵. Endvidere er det vigtigt at gøre nogle overvejelser i forhold til, hvilken branche den pågældende virksomhed tilhører, da dette kan have en afgørende betydning for den fastlagte periode.

Opgaven skal herudover besvares gennem en regnskabsanalyse, hvor data skal indhentes fra historiske regnskaber. Kutymen ved værdiansættelsen er, at bruge en historisk periode på 5 år, dog vælger Jens O. Elling at bygge regnskabsanalysen op på 3 år⁶. På baggrund af det har jeg også valgt at operere med foregående 3 år (2007/2008 til 2009/2010), da jeg finder det tilstrækkeligt til at kunne estimere og vurdere de fremtidige budgetår.

Den strategiske del skal forsøges at besvares via mikro- og makroøkonomiske modeller, som hyppigt anvendes af investorer⁷. Oplysninger hertil indhentes via offentligt tilgængelige årsrapporter, som kun foreligger på koncern- og moderselskabsniveau. Der findes ingen tilgængelig information for de enkelte brands af konkurrencemæssige årsager.

⁴ E-artikel: Børsen: Værktøjer: Virksomhedsside: ICC

⁵ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s.35

⁶ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s.129

⁷ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s.63

4. Model- og metodevalg

4.1. Undersøgelsesdesign

Analysen bygges op omkring et casestudie, nærmere betegnet single-case. Valg af design skyldes en lang række mikro-økonomiske forhold, som analyseres i denne hovedopgave. Disse forhold udgør tilsammen med regnskabsanalysen et realistisk estimat for ICC's aktie.

Ydermere inddrages det dynamiske studie i form af ex post og ex ante facto-studier. Denne fremgangsmåde hviler på både efter- og fremadrettede begivenheder.

4.2. Dataindsamlingsteknik

Jeg har anvendt dataindsamlingsteknikkerne kvantitative og kvalitative data kombineret med sekundære data. Disse teknikker er anvendt på baggrund af indhentede årsrapporter, herunder nøje gennemgåede ledelsesberetninger, elektroniske artikler samt analyser og rapporter, der også har været offentligt tilgængelige. Primære data er ikke anvendt i opgaven, jf. kapitel 3 – Afgræsning.

Pålideligheden af det indhentede materiale er vurderet ud fra, at koncernen er børsnoteret, og er derfor underlagt en række bestemmelser inden for danske oplysningskrav for børsnoterede selskaber. Dermed antages det, at de angivne oplysninger er valide. Endvidere har revisoren også gennemlæst beretningen med forbehold for ej foretaget revision af denne.

4.3. Analyse og tolkning af data

Fortolkningen er foretaget ud fra common-sense-tolkning, som indirekte går ud på, at læse hændelser mellem linjerne, dvs. det der er usagt, hvilket anvendes i forbindelse med analysen af de indsamlede data – specielt ledelsesberetningen. Denne form for analyse har jeg suppleret med en teoretisk fortolkningsmåde, som jeg har benyttet mig af i tilknytning til de valgte modeller. Disse er med til at belyse koncernens strategiske position og strategi, hvor der kommer nærmere ind på årsag og sammenhæng.

4.4. Validitet, reliabilitet samt forklaringsevne

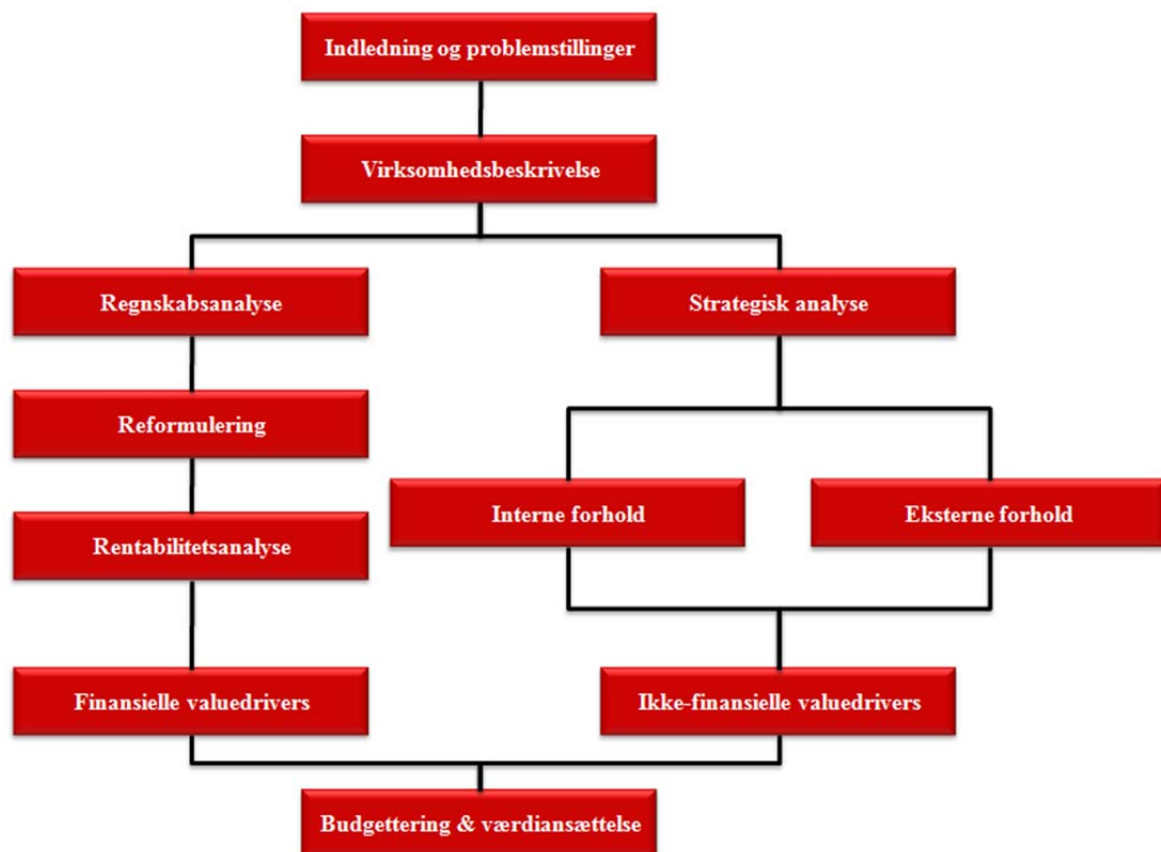
Validitet, som berører begreberne gyldighed og relevans, er afdækket gennem de indhentede data, jf. kapitel 3 - Afgræsning, hvor jeg har haft fokus på disse i forhold til min opgave, herunder min problemformulering. Denne fremgangsmåde har også bidraget til at

måle reliabiliteten. Samtidig med vurderingen af dataenes validitet og reliabilitet er forklaringsevnen også målt.

4.5. Opgavestruktur

Hovedopgaven er bygget op på i alt 12 dele, der har til formål at besvare problemformuleringens 6 spørgsmål samt kombinere samtlige dele med en konklusion. Herudover er der udarbejdet konklusion for hver del efter virksomhedsbeskrivelsen. Opbygningsmæssigt tages der udgangspunkt i opgavestrukturen, der er præsenteret i bogen "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En praktisk tilgang". Desuden vil den nedenstående illustrerede figur følges.

Figur 4.5.1: Opgavestruktur



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang"

4.6. Teori og modeller

I denne fase beskrives de anvendte modeller på overordnet plan. Ved valg af modellerne er der foretaget en vurdering af brugen af funktionalitet, forklaringsevne samt anvendeligheden. Der er her igen taget udgangspunkt i bogen "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En praktisk tilgang".

4.6.1. Strategisk analyse

Jeg har udarbejdet en værdikædeanalyse af ICC med henblik på at klassificere virksomhedens interne kompetencer i styrker og svagheder. Analysen tager udgangspunkt i Porters værdikædeanalyse, hvilket belyser, hvordan ressourcer og funktioner skaber værdi for virksomheden. Modellen giver også mulighed for at kunne analysere strategiske dispositioner på langs i ICC's værdikæde.

Ved vurdering af ICC's position, i forhold til den interne konkurrence i branchen, er der taget udgangspunkt i Porters Five Forces modellen. Modellen giver mulighed for at analysere frem til de faktorer, der har indflydelse på ICC's finansielle udvikling, hvorfor de er medtaget som ikke-finansielle værdidrivere i den senere opstillede SWOT-analyse.

Analyse af modellen fokuserer på de forhold, der har indvirkning på ICC's fremtidige vækst- og indtjeningsmuligheder. Modellen bliver brugt på branchen som helhed, og der skelnes altså ikke mellem de forskellige produkter grundet kapitel 3 – Afgræsning.

PEST-analysen er en omverdensanalyse og indbefatter virksomhedens strategiske beslutninger samt finansielle præstationer. Modellen bruges til at analysere elementer, der omgiver modetøjsbranchen, og som har indflydelse på ICC's indtjeningssevne. Disse elementer karakteriseres som ikke-finansielle værdidrivere. Ud fra PEST-analysen opstilles muligheder og trusler på markedet.

Den næste fase tager udgangspunkt i de interne forhold i ICC. Eksempelvis bliver ledelsen vurderet samtidig med, at produktstrategien bliver analyseret, heraf belyses væsentlige forhold i værdikæden.

Den af ICC valgte strategi analyseres ud fra Porters Generiske Strategier. Analysen foretages med henblik på koncernens produktportefølje på forretningsområdeniveau, der heraf

belyser markedssegmenteringen. Formålet med markedssegmenteringen er at klassificere de enkelte brands position på markedet i forhold til målgruppe, mode og prisniveau. Afslutningsvis er der udarbejdet en SWOT-analyse, der figurerer som delkonklusion for afsnittet "Strategisk analyse". Formålet med dette er at få dannet et overblik over den strategiske situation for ICC og koncernens potentiale, hvilket inddrages i de kommende faser.

4.6.2. Regnskabsanalyse

I regnskabsanalysen reformuleres regnskaberne – de sidste 3 års årsregnskaber - med det formål at gennemgå, hvilke poster der indgår i ICC's driftsaktiviteter samt finansielle drift. Herefter beregnes nøgletal med udgangspunkt i DuPont-pyramiden. Nøgletalsanalysen giver mulighed for at analysere de finansielle værdidrivere historisk set.

Denne fase er især en vigtig indikator til budgetteringen af den fremtidige udsigt, hvor regnskabsanalysen anvendes som input for at kunne anskueliggøre koncernens historiske finansielle performance og rentabilitet.

Dog er ovenstående ikke ensbetydende med, at en tidligere performance er i lighed med en fremtidig, hvorfor det er en kombination af de finansielle og ikke finansielle analyser, der tilsammen skaber et billede af, hvad ICC kan forvente af fremtiden.

4.6.3. Budgettering og værdiansættelse

Budgettering og værdiansættelse tager udgangspunkt i kombinationen af den strategiske analyse samt regnskabsanalysen. Afsnittet afspejler den økonomiske analyse og baserer sig på de strategiske fastsatte ikke-finansielle drivere.

Ved værdiansættelsen anvendes, jf. tidligere kapitel 3 - Afgræsning, én kapitalværdibase-ret og én multipelbaseret model. Anvendelsen af DCF-modellen baserer sig på Capital Asset Pricing Model (herefter CAPM), som er med til at estimere afkastkravet på egenkapitalen. Modellen er én af de foretrukne som følge af dennes forklaringsevne og anvendes også af bogen "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En praktisk tilgang"⁸.

I den afsluttende fase vil den beregnede værdi holdes op i mod handelskursen for derved at kunne være i stand til at vurdere, om den fastsatte pris er korrekt.

⁸ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang" s.50

4.7. Kildekritik

Under udarbejdelsen af hovedopgaven er der anvendt et meget varieret udbud af offentlig tilgængelig information med det formål, at behandlingen af de enkelte problemstillinger skal være så objektive som muligt. I opgaven refereres der direkte til data og teori, hvilket er referencer til anvendte kilder. Oplysninger fra ICC's officielle hjemmeside er i videst mulig omfang holdt op imod eksterne kilder for at få en mere nuanceret tilgang til tingenes tilstand. Samtlige materialer, inklusiv data, der er benyttet til mere generel viden, er angivet i kildelisten.

Der er så vidt muligt undgået for meget brug af Business.dk, da denne hjemmeside ikke er af objektiv karakter, idet journalister, der bliver refereret til, primært har tilknytning til ICC.

5. Intern analyse – Virksomhedspræsentation

I dette afsnit præsenteres koncernen i store træk. Beskrivelsen omfatter bl.a. ICC's historie før og efter fusionen, produkter, distributionskanaler mv. Afsnittet vil gavne de senere opstillede mikro- og makroøkonomiske forhold i den strategiske analyse samt danne basis for regnskabsanalysen og dermed værdiansættelsen.

5.1. Indledning⁹

ICC er en dansk modetøjsvirksomhed, som producerer 11 tøjmærker, hvilket eksporteres til over 42 lande over hele Verden. Virksomheden er en af Nordeuropas største i branchen og har hovedsæde i København samt mere end 2.200 medarbejdere og har omsat for 3.495,3 mio.kr. i 2009/2010. Koncernen blev noteret på Københavns Fondsbørs og ejes bl.a. af Friheden Invest (Niels Martinsen), ATP og af virksomheden selv.

Størstedelen af salget sker via mere end 11.500 forhandlere i form af engrossalg, hvor koncernen herudover også har en del egne butikker (292 stk.) og franchisebutikker (156 stk.).

Den historiske udvikling gennemgås i det efterfølgende afsnit. Desuden vil jeg komme nærmere ind på koncernens produkter, struktur, ledelse og økonomi.

5.2. Historie¹⁰

Koncernen, som blev dannet efter fusionen af Carly Gry International A/S og InWear Group A/S, har tidligere haft flere mærker. Idet disse ikke har været omsætningsgivende, har ledelsen besluttet sig for at nedlægge¹¹ brandsne.

Nedlukningen blev også realiseret som følge af koncernens vision, som er at være den bedste udvikler af modemærker¹². Det har været tydeligt for ICC, at enkelte brands, såsom SIR, I|W Edging, Error og yderligere 3 mærker fra porteføljen, ikke længere kunne udvikles, hvorfor Henrik Theilbjørn stod for en omfattende oprydning¹³. Senere blev denne vision varetaget af Niels Mikkelsen, som efterfølgende skulle øge salget og dermed

⁹ www.iccompanys.com og www.wikipedia.com

¹⁰ www.iccompanys.com og Charlotte Kim Reeslev: "En Rebel bliver børsnoteret"

¹¹ E-rapport: Finansanalytiker: Dokumenter og præsentationer 2007: Restrukturering

¹² Årsrapport: 2009/2010, s. 8

¹³ E-rapport: Finansanalytiker: Dokumenter og præsentationer 2007: Restrukturering

indtjeningen. Dog ændrede missionen sig i takt med, at finanskrisen ramte tøjbranchen hårdt¹⁴.

Lige nu opererer koncernen med 11 brands i porteføljen med en vision om, at kunne opføre succesfulde internationale modemærker¹⁵.

I de efterfølgende afsnit omtales både Carly Gry International A/S og InWear Group A/S kort, for derved at komme nærmere ind på koncernens historie i store træk.

5.2.1. Carly Gry International¹⁶

Firmaet blev grundlagt af Jørgen og Carly Gry i 1940'erne i en lille butik i København, hvor den stod for mærkerne Jackpot og Cottonfield. Carly Gry mærkerne er fortsat en del af ICC's 7 key brands¹⁷. Jackpot, som henvender sig til kvinder, blev lanceret i 1974 på det danske marked, mens Cottonfield, som henvender sig til mænd, blev introduceret i 1986. Firmaet blev efterfølgende børsnoteret på den Københavnske Fondsbørs i 1996. Og i 1998 blev brandet, Peak Performance, opkøbt.

5.2.2. InWear Group International A/S¹⁸

Virksomheden blev stiftet i 1969 af den nuværende bestyrelsesformand, Niels Martinsen, som ejer 38,9% af ICC (Friheden Invest). Formålet med mærket var, at lancere moderigtigt tøj for unge kvinder. Senere blev Matinique introduceret i 1973 og Part Two i 1986. Firmaet blev børsnoteret på den Københavnske Fondsbørs i 1996.

Modetøjsimperiet, der i dag hedder ICC, agerer inden for forskellige målgrupper og pris-segmenter.

Mellem stiftelsen af ovenstående mærker og indtil fusionen blev der etableret datterselskaber i Skandinavien – herunder Sverige og Norge.

¹⁴ E-artikel: Business: Detail: ICC trækker i ekspansionsdragten

¹⁵ Årsrapport: 2009/2010, s. 8

¹⁶ www.iccompanys.com

¹⁷ Begreb for brands, der blev implementeret før fusionen af Carly Gry og InWear

¹⁸ www.iccompanys.com

5.2.3. Fusionen d. 30. april 2001¹⁹

Fusionen blev foretaget d. 30. april 2001 efter offentliggørelsen af en fælles fondsbørs-meddelelse d. 12. marts 2001.

Mulighederne var bl.a. strategiske og økonomiske stordriftsfordele, stærkere markedsposition, udnytte hinandens distributionskanaler, produktportefølje samt driftssynergier. Inden fusionen havde InWear 147 og Carly Gry 161 egne butikker, og begge virksomheders distributionskanaler var bestående af engros- og detailhandel.

Fusionen medførte en ændring i brandporteføljen i form af opkøb, lancering og introduktion af andre mærker for at udvide brandpanelet.

Udover foretagende ændringer i brandsne er der også sket udskiftninger fra ledelsens side. Det blev bemærket, at stordriftsfordelene ikke helt var etableret efter fusionen.

Igen efter skuffende resultater i regnskabet for 2008/2009 blev der gennemført et ledelseskift. Denne gang kom Niels Mikkelsen ved roret for at få koncernen til at stå på det rette spor, hvorfor der skulle foretages endnu en oprydning i form af ny logistik- og organisationsstruktur.

Ovenstående giver dermed anledning til, at ICC fremstår som en virksomhed med forholdsvis kort og omtumlet historie, bl.a. grundet de flere udskiftninger i ledelsen, brandsnedlægninger og opkøb/lancering af nye mærker.

5.3. Produkter²⁰

I og med, at alle brands distribueres via samme distributionskanaler, har koncernen en ensartet forretningsmæssig risiko, der opererer under ensartede langsigtede lønsomhedskrav.

Samtlige brands er i besiddelse af risici, som kan have en påvirkning på identiteten. ICC betragter disse risici som at være naturlige inden for modebranchen, idet risici som produkter, der ikke falder i forbrugernes smag samt negativ omtale i nationale eller internationale medier, kan medføre tab af brandværdi og kan til tider være uundgåelig.

¹⁹ Fusionsprojekt, april 2001

²⁰ www.iccompanys.com og Årsrapport: 2009/2010

Koncernen har i over 30 år oparbejdet en effektiv risikostyring på baggrund af erfaringer og kompetencer. Eksempelvis udgør kollektionsskift en risiko for sig, idet denne skifter 4 gange årligt, og har derfor en lang gennemløbstid. Risikoen mindskes ved, at hvert brand arbejder med kommercielle og faktabaserede kollektionsudsving, der dermed reducerer den nævnte risiko. Endvidere fungerer Corporate Brand, dvs. ICC, som garanti for kontinuitet, leveringsdygtighed og kreditværdighed.

Koncernen har 11 brands, der alle udviser en bred vifte af muligheder, jf. bilag 5, og bliver drevet af markedsorienterede ledere. Den store forskel mellem brandsne er også med til at afdække de forskellige forbrugssegmenter, idet brandsne, udover at have deres egen vision og mission, også har hver sin målgruppe. Desuden er den også med til at sprede risikoen for at være afhængig af et bestemt forbrugssegment, hvorfor koncernen uden besvær kan bestemme nye retninger inden for trendudviklingen.

5.4. Distributionskanaler²¹

Alle ICC's brands agerer, som tidligere introduceret, inden for modetøj til mænd og kvinder og distribueres via engros-, franchise-, retail-, outlet- og internetsalg. Mærkerne kan findes i mere end 42 lande.

Engrossalg udgør den største del af omsætningen og vedrører salg til eksterne forhandlere. Driftsaktiviteten indeholder bl.a. preorder, som er forudbestilling, hvilket bestilles af kunderne 5-7 måneder før leveringen sker. Udover preorder-salg opererer koncernen også med salg i sæson, der indbefatter hurtige leveringer og kan have en leveringstid helt ned til 48 timer.

Koncernen har rettet fokus mod preorderomsætningen, der har mistet andel i regnskabsåret. Det øgede fokus, grundet mindsket salg skyldes hovedsageligt skærpet konkurrence i engros, som har ført til ophør af samarbejde med dele af engroskunder. For at stramme handelen op inden for denne distributionskanal har ledelsen udarbejdet færdige ordreforslag, nyt leveringsmønster og ikke mindst lempet kreditforholdene. På denne måde vil koncernen gøre sig klar til udfordringerne i det nye år, der vil være præget af stigende omkostninger inden for sourcing og skærpet konkurrence i engros. Disse tiltag skal danne grundlag for den opnåede omsætning i det nye år.

²¹ Årsrapport: 2009/2010

Franchise er en distributionskanal, hvor den eksterne partner driver butik inden for samme koncept. Denne del udgør en mindre andel af omsætningen og præsenteres sammen med omsætningen for engros i årsrapporten for 2009/2010. Koncernens nye tiltag går ud på at øge andelen af franchise således, at den skal blive én af de vigtigste distributionskanaler. Målsætningen kan realiseres via styrket franchisekonceptet. Der er i regnskabsåret åbnet 29 franchisebutikker og lukket 27, hvor størstedelen af butikkerne lå i Rusland.

Retailsalg er butikker, der drives 100% af ICC. Denne del udgør en betydelig andel af den samlede omsætning, hvor koncernen har udvidet aktiviteten inden for dette område ved at åbne i alt 54 butikker og lukket 50. (Størstedelen af nedlukkede butikker var underskudsgivende små retailkoncessioner). Koncernens fremtidige planer bygger på at optimere og udvide omsætningen i egen retail ved at ekspandere og forbedre indkøbs- og lagerprocesser. Herudover skal vareindkøbet fordeles på baggrund af daglige salgsdata, hvor data skal indhentes via det nye Point of Sale IT-System, der rummer pålidelige retaildata samt styrker og effektiviserer kundeloyalitetsprogrammet.

Outletsalg er en vigtig kanal for clearing af gamle varer og udgør 12% af retaildriften. Ved afhændelse af restvarer på denne måde foretages der lavere nedskrivninger af lageret. Såfremt salget ikke kan realiseres gennem egne outletforretninger, afhændes disse hos brokers for videresalg uden for koncernens etablerede markeder. Kapaciteten i outletforretninger op- eller nedjusteres efter behov, hvorfor der ikke forventes en proportional stigning for denne kanal i forhold til omsætningen. Under bedre forudsætninger af lager- og indkøbsstyring vil outlethandelen udgøre en mindre andel af den totale omsætning.

5.5. Ejerskab og aktiebeskrivelse

Koncernens aktier er noteret på OMX Copenhagen i MidCap+ indekset. Pr. 30. juni 2010 udgør atiekapitalen 169.428.070 kr. fordelt på én aktieklassse og består af 16.942.807 aktier á nominelt 10 kr.²²

På nuværende tidspunkt ejer koncernen egne aktier på 500.672 stk., svarende til 3% af det samlede antal udstedte aktier til afdækning af udestående aktieoptioner til ledende

²² Årsrapport: 2009/2010, s. 38

medarbejdere. Jf. den seneste aflagte årsrapport fordeler den totale aktionærgruppe sig således:

Tabel 5.5.1: Aktionærgruppens sammensætning

Aktionærer pr. 30. juni 2010	Antal aktier	Kapitalandel
Friheden Invest A/S ²³	7.191.128	42,4%
Arbejdsmarkedets Tillægspension, ATP	1.752.891	10,3%
Hanssen Holding A/S	1.746.022	10,3%
Øvrige Danske Institutionelle Investorer	2.667.885	15,7%
Danske private investorer	1.434.736	8,5%
Udenlandske Institutionelle investorer	693.444	4,1%
Udenlandske private investorer	115.503	0,7%
Egne aktier	500.672	3,0%
Ej grupperede	840.526	5,0%
I alt	16.942.807	100,0%

Kilde: Årsrapport: 2009/2010, s. 38

Friheden Invest A/S, Niels Martinsen, besidder den største aktieandel udgørende 42,4%. Det foreslås, at 30% af nettoresultatet, svarende til 70 mio.kr., udloddes til aktionærer i form af udbytte.

5.6. Organisation

Organisationen (bilag 6) er bygget op på en fælles platform, som gavner samtlige 11 brands via den valgte multibrandstrategi. Strukturen i sig selv giver store omkostnings og, kvalitetsfordele, og skaber ikke mindst værdi gennem systematisk udnyttelse af stor-driftsfordele.

Udover fælles udnyttet platform, agerer hvert enkelt brand individuelt gennem den særskilt tilpassede positionerings- og markedsstrategi, hvorfor brandsne på den måde har hver sin fokusstrategi.²⁴

5.7. Fælles platform

ICC vælger at benytte sig af alsidigheden i en koncern, hvilket er en multibrandstrategi. Formålet med dette er først og fremmest at drage nytte af fællesfunktioner på tværs af brands, såsom sourcing, logistik, HR, It, finans og administration. For det andet giver strategien omkostnings- og kvalitetsfordele, da den fælles platform håndterer de aktiviteter,

²³ Friheden Invest A/S kontrolleres af bestyrelsesformanden, Niels Martinsen

²⁴ Årsrapport: 2009/2010, s. 10

der ikke har betydning for selve brandidentiteten. Dermed mindskes de enkelte leders mission og fokus henledes på værdiskabelsen af brandidentiteten og forøgelse af performance. Den anvendte strategi er især en fordel over for konkurrenter, som ikke hører til under én koncern, og som opererer særskilt.

5.7.1. Sourcing og logistik

Sourcing af brandsne håndteres gennem fælles indkøbskontorer i Kina (67%), øvrige Asien (16%) og Europa (17%) samt via begrænset brug af agenter²⁵. Sourcing via forskellige lande hjælper med at flytte sourcing dér, hvor kombinationen af pris, kvalitet og leverandørsikkerhed er mest fordelagtig²⁶.

Koncernen udelukker leverandørrisikoen via dennes 30-årige erfaring inden for international sourcing og outsourcer al slutproduktion til underleverandører. Denne form for ledelse er med til at oparbejde en unik fleksibilitet og er med til at samle flere mærker på færre fabrikker.

I årsregnskabet for 2009/2010 bliver aktionærerne introduceret for en optimering af koncernens logistikstruktur, der vil betyde en række ændringer, og som vil få en betydning for håndteringen af koncernens varer der funktionsopdeles og effektiviseres. Ændringen medfører endvidere nedlukning af lageret i Holland og åbning af et nyt lager i Brøndby.²⁷

5.7.2. Salgslogistik

ICC har både selvstændige salgsorganisationer og salgsselskaber i 11 lande, som har det udførende salgsansvar for de enkelte brands.²⁸ Udover disse salgsselskaber har koncernen også en eksportorganisation, som hovedsageligt arbejder gennem eksterne agenter og distributører. Det nyimplementerede it-system skal hjælpe salgsløstikken med at styre salgseffektiviteten og igen ved hjælp af denne forbedre indkøbs- og lagerprocesser.²⁹

²⁵ http://dk.iccompanys.com/contact_subsidiaries.cfm

²⁶ Årsrapport: 2009/2010, s. 33

²⁷ Årsrapport: 2009/2010, s. 28

²⁸ Årsrapport: 2009/2010, s. 28

²⁹ Årsrapport: 2009/2010, s. 29

5.7.3. Marketing

Det nye it-system, som blev introduceret i forrige afsnit, skal hjælpe de enkelte brands' daglige arbejde, da der skal lægges vægt på den kreative og kommercielle udvikling. Brandsne bliver drevet af en markedsorienteret ledelse, hvilket er med til at håndtere markedspositionering, produktudvikling og marketing som tidligere omtalt.

5.7.4. Human resources

Det er meget vigtigt for koncernen at tiltrække de bedste kandidater til de opslåede stillinger, hvorfor der er oparbejdet et professionelt HR-team. Herudover har afdelingen ansvaret for udvikling og vedligeholdelse af metoder til vurdering af medarbejdernes indsats. På denne måde understøttes koncernens performancekultur.

Koncernen udbyder også en række interne uddannelser, som er med til at styrke salgspersonalets, medarbejdernes samt ledernes enheder. Endvidere udbydes der også internt akademi for sælgere inden for engros.³⁰

5.7.5. It, finans og administration

Point og Sale IT-System, er det nye it-system, der skal skabe markante forbedringer i koncernens retaildata. Systemet skal være med til at øge omsætningen ved hjælp af bedre udnyttet retailareal, idet vareindkøbet skal fordeles via dette system.

De basale opgaver for moderselskabet og koncernens salgsselskaber, som planlægning, opfølgning, rapportering og administration varetages af shared service center. Udover uddelegeringen af disse opgaver, der indebærer omkostningsfordele, bliver koncernen også i stand til at integrere/håndtere nye enheder og organisationsændringer uden besvær.

5.8. Delkonklusion – "Fælles platform"

Denne form for strategi gavner koncernen i høj grad, da der er tale om flere brands under ét tag. Dog er der udfordringer forbundet med sourcing, som primært foretages i Kina. Direktør Niels Mikkelsen ligger ikke skjult på, at koncernens mindre varegrupper har fare for at blive nedprioriteret af sourcingmarkederne³¹. For at kunne minimere risikoen for udfaldet, arbejdes der på at få volumen i vejret.

³⁰ Årsrapport: 2009/2010, s. 28

³¹ E-artikel: Fashion Forum: ICC's Niels Mikkelsen: Sourcing er den største udfordring

5.9. Ledelse

Koncernledelsen består af Chris Bigler (CFO) Anders Cleemann (EBO), Peter Fabrin (ESO), Lars Altermark (SCD) og af direktør Niels Mikkelsen (ansat siden 2008). Mikkelsen er gammel Esprit Nordic Country manager og har tidligere arbejdet for koncernen.³² Han har haft, og bliver ved med at have, mod på at bidrage med store ændringer i ICC's organisationsstruktur³³

Bestyrelsen er underlagt retningslinjer for god selskabsledelse, hvilket sikrer en effektiv, betryggende, hensigtsmæssig og forsvarlig ledelse. Disse retningslinjer revideres i overensstemmelse med anbefalinger fra NASDAQ OMX Copenhagen om god selskabsledelse af december 2008. Selskabsledelsen imødeser aktionærernes behov og ønsker ved 7 årlige afholdte bestyrelsesmøder samt via generalforsamlingsmøde, der afholdes 1 gang årligt. Herudover vedligeholdes den løbende kontakt mellem formandskab og direktionen.

Bestyrelsen består af 5 medlemmer, heraf er 4 uafhængige, hvor det seneste indtrådte medlem er Per Bank, 2008. Udover at være i bestyrelsen for ICC er han også CEO i Tesco Stores Ltd. Hungary.

Bestyrelsesformanden er Niels Martinsen, som er storaktionær i ICC, direktør i Friheden Invest, formand og medlem af bestyrelsen for A/S Sadolinparken og A/S Rådhuspladsen og sidst men ikke mindst medlem af bestyrelsen for By Malene Birger A/S.

5.10. Koncernens markeder

Den uddybende ledelsesberetning samt artiklen "ICC trækker i ekspansionsdragten"³⁴ giver udtryk for, at koncernen stadig har fokus på at etablere både retail- og franchisebutikker. Fokusmarkederne er hovedsageligt det europæiske, mens der for brandet – By Marlene Birger – er større forventninger om vækst, idet den resterende andel (49%) er overtaget efter aflæggelsen af årsrapporten for 2009/2010. Der bliver satset globalt for By Malene Birger, hvor der er åbnet yderligere butikker i bl.a. Dubai. Endvidere er brandet i forvejen det eneste, der er beliggende i Bahrain, United Arab Emirates og i Kuwait.

³² Årsrapport: 2009/2010, s. 104

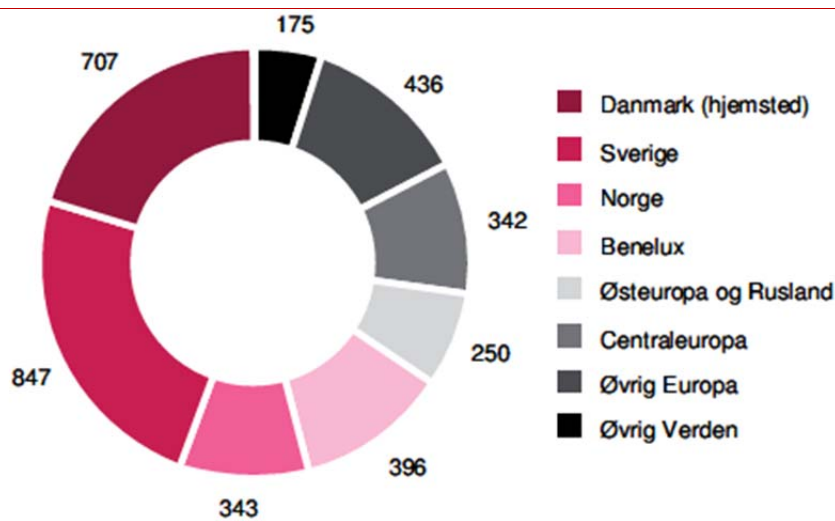
³³ E-artikel: Børsen A/S: Investor: ICC ændrer organisationen

³⁴ E-artikel: Business: ICC trækker i ekspansionsdragten

ICC repræsenteres i mere end 42 markeder³⁵, hvor det essentielle marked består af det Skandinaviske marked, som udgør 54% af den samlede omsætning. Taget i betragtning af, at det Skandinaviske marked ikke udgør en stor befolkning, er det interessant, at størstedelen af omsætningen skabes via dette marked. Dette beror dog også på antal butikker, som koncernen har på det marked³⁶, hvilket fremgår af de respektive brands' hompages for online-shop.

Fordelingen af omsætningen er yderligere præsenteret jf. nedenfor.

Graf 5.10.1: Koncernens geografiske markeder ved omsætning i mio.kr. 2009/2010



Kilde: Årsrapport: 2009/2010, s. 42

Lukning af egne butikker er ikke ensbetydende med, at koncernen har trukket sig tilbage fra disse markeder, tværtimod er hensigten at skabe rentabel omsætning, hvorfor nedlukningen decideret har omfattet mindre retailkoncessioner, jf. det tidligere beskrevne i kapitel 5.

Retailomsætningen består af markeder, hvor ikke alle varer distribueres i alle lande (se bilag 1). Endvidere er der mange andre lande, som koncernen ikke har etableret sig i. Koncernen er opmærksom på, at der stadig er tale om en generel usikkerhed hos forbrugere på nogle markeder, mens andre markeder er begyndt at se positivt på fremtiden³⁷.

³⁵ E-artikel: Business: ICC: Stort vækstpotentiale i nyt mærke

³⁶ Samtlige mærker repræsenteres via deres egne online-shop, eksempelvis www.inwear.com

³⁷ Årsrapport: 2009/2010, s. 42

Dette skyldes den økonomiske krise, der er med til at øge antallet af utrygge forbrugere og svingende kursudvikling.

”Center for Politiske Studier” har analyseret og estimeret den forventede gennemsnitlige årlige potentielle vækst i BNP’et for 32 OECD-lande³⁸, som skal være behjælpelig med at vurdere den fremtidige udvikling af koncernens markeder sammen med data fra Folketinget.

Da årsrapporten ikke angiver data nok til at kunne analysere udviklingen på koncernens markeder, har jeg valgt at samle disse i følgende grupper:

Tabel 5.10.2: Vækst i BNP frem til 2026 i ICC’s kernemarkeder³⁹

Marked	Årlig vækst i BNP (%)
Skandinavien	1,95%
Øvrige Europa	1,54%
Øvrige Verden	2,33%

Kilde: Årsrapport: 2009/2010: s. 42

Nedenfor er de nævnte markeder i tabellen kort omtalt med henblik på at få et indblik over landenes økonomiske tilstand og disses indflydelse på koncernen.

5.10.1. Skandinaviske marked

Den danske økonomi giver vanskeligheder for ICC, der blev etableret i Danmark i 1940’erne af Carly Gry og af Niels Martinsen i 1969. Usikkerheden skyldes specielt boligmarkedet, hvilket smitter af på forbrugernes købsadfærd i og med, at der ingen fremgang er på netop dette marked. Selvom statsministeren melder den danske økonomi uden for fare⁴⁰, viser analysen, udarbejdet af CEPOS, at Danmark ikke vækster i takt med de øvrige Skandinaviske lande og har kun en årlig vækst på 1,2%. Der er fare for, at der bliver en lav produktivitetsvækst, som vil have en negativ påvirkning på beskæftigelsen for den danske befolkning. Såfremt væksten udebliver, er der udsigt til færre penge til

³⁸ **OECD:** *Organization for Economic Cooperation and Development, Organisationen for Økonomisk Samarbejde og Udvikling*, rådgivende økonomisk samarbejdsorganisation oprindeligt for de vestlige industrilande.

³⁹ Der er anvendt informationer fra E-rapport: CEPOS: Danmark står til den 4. lavest økonomiske vækst frem til 2026 ud af 32 OECD-lande samt fra www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vækst/ for lande som ikke er et OECD-land

⁴⁰ E-artikel: DR Politik: Statsministeren melder dansk økonomi uden for fare

privatforbrug de kommende år, hvor grundlaget herfor vil være højere skatter, dyrere råvarer, lavere lønstigninger m.m.

I modsætning til Danmark, ser det lyst ud for Norge, Island, Finland og specielt Sverige, der har rekordhøj økonomisk vækst. Det svenske økonomi har haft en betydelig turn around efter den økonomiske krise og har øget BNP-niveauet med ca. 7% i 2010⁴¹. Der er forventninger i vente forbundet med denne vækst, der forhåbentlig vil smitte af på den danske økonomi i form af det svenske og norske forbrug.

At det øvrige Skandinaviske marked er bedre rustet til at møde vanskelighederne, betyder udligning af den ringe omsætning for Danmark. Endvidere vil de nye tiltag, der fokuserer på etablering af retail- og franchisebutikker i Skandinavien, fremme indtjeningen. Koncernens konkurrenter har også etableret sig på dette marked⁴² og har en betydelig markedsandel samtidig med, at produktpriserne er relativt lavere end ICC's. Dette betyder, at sammensætningen af prissegmenterne for brandsne henvender sig til loyale kunder, som ikke tænker på substituerende produkter efter at have smagt på denne prisklasse. Såfremt loyaliteten styrkes, er det ensbetydende med, at der er mulighed for at øge markedsandelen.

5.10.2. Øvrige Europa

Jf. tidligere udarbejdede tabel fremgår det, at BNP'et i Europa vil have en årlig vækstrate på 1,54%. Den lave rate skyldes specielt lande som Portugal, Italien og Kroatien, mens de baltiske lande bidrager til en positiv vækst frem til 2026⁴³.

Der er stadig øget fokus på det europæiske marked fra koncernens side, selvom økonomien ser ud til at have store konsekvenser på markedet, og herunder koncernens indtjening, hvor det vil være svært at øge markedsandelen på området. Dette beror igen på kundedadfærden, idet kunderne vil skifte retning mod billigt tøj. En koncern som ICC vil kunne skabe omsætning gennem dennes outletbutikker, hvor priserne er skåret ned, som følge af den skiftende mode og dertil tilknyttede udgåede varesortiment.

⁴¹ E-artikel: TV2 finans: Svensk økonomi eksploderer i vækst

⁴² Se konkurrenternes e-shop: www.hm.com og www.zara.com

⁴³ Der er anvendt informationer fra E-rapport: CEPOS: Danmark står til den 4. lavest økonomiske vækst frem til 2026 ud af 32 OECD-lande samt fra www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vaekst/ for lande som ikke er et OECD-land

I takt med bomuldsprisernes stigning, har bl.a. H&M styrket priserne:

"I stedet for at føre disse omkostningsstigninger videre til forbrugerne, valgte vi at styrke vores priser for at bygge videre på vores stærke markedsposition på den lange bane," forklarer direktøren Karl-Johan Persson⁴⁴.

Selvom direktøren ikke direkte siger, at omkostningsstigninger ikke vil påvirke forbrugerne, bygger han måden på at overvinde den økonomiske krise ved at styrke priserne for at opnå en markedsposition på lang sigt. Indirekte betyder denne udtalelse, at stigninger overføres videre til forbrugerne. Årsagen til stigningen er, at størstedelen af firmaets produktion foregår i Asien, hvilket også er gældende for ICC.

Den spanske konkurrent vælger derimod, at producere næsten halvdelen af tøjet i Spanien, Portugal og Marokko samt gør mindre brug af bomuldsvarer. Denne fremgangsmåde har bl.a. medvirket til, at koncernen bag Zara er meget tæt på at overhale den svenske modegigant⁴⁵.

ICC, der vælger at producere 67% af varerne i Asien, må foretage en række ændringer i varesortimentet for ikke at blive ramt af bomuldsspiralen.

5.10.3. Øvrige Verden

BNP-væksten i den øvrige del af Verdenen dækker over Australien, Canada og New Zealand, hvor Australien har den største BNP-vækst. Det er ikke mange af koncernens brands, som har etableret sig i den øvrige del af Verden, mens 4 af brandsne bl.a. har etableret sig i Canada.

InWear og Matinique har været i landet i mere end 30 år⁴⁶. Dette danner et godt grundlag for, at de 7 andre brands også kan etablere sig i Canada, da det er et eksisterende marked for koncernen, der næsten gik fri af finanskrisen, har den bedste økonomi blandt G8-lande og et større forbrug per indbygger i forhold til bl.a. USA⁴⁷.

For vurdering af koncernens udvikling tages der udgangspunkt i de historiske aflagte årsrapporter, jf. nedenstående afsnit.

⁴⁴ E-artikel: Fashion Forum: Stigende bomuldspriser giver H&M tæsk

⁴⁵ E-artikel: Fashion Forum: Giganternes kamp – H&M vs. Zara

⁴⁶ Årsrapport: 2009/2010, s. 28

⁴⁷ E-artikel: Fashion Forum: Danske brands bør satse på Canada

5.11. Finansiell beskrivelse af ICC

Nedenfor er 3 års historiske nøgletal illustreret på baggrund af aflagte årsrapporter. Balancen udviser, at aktiverne har haft en faldende udviklingstendens, som følge af koncernens fokus rettet mod nedbringelse af varelager, fald i tilgodehavender fra salg samt reducere af de kortfristede aktiver. Koncernens forretningsmodel bygger på ekspansion, herunder investering i retailbutikker samtidig med nedbringelse af den rentebærende gæld.

Tabel 5.11.1: Historiske nøgletal fra 2009/2010 til 2007/2008 – Balance

Mio.kr.	2009/2010	2008/2009	2007/2008
Aktiver			
Anlægsaktiver i alt	793	804	826
Andel af samlede aktiver i %	45,39	45,04	42,75
Omsætningsaktiver i alt	954	981	1106
Andel af samlede aktiver i %	54,61	54,96	57,25
Passiver			
Egenkapital	747	509	474
Rentebærende gæld	315	615	771
Ikke rentebærende gæld	684	660	688

Kilde: Årsrapport: 2009/2010 til 2007/2008

De sidste 3 års udvikling viser, at omsætningen er faldet drastisk fra 2007/2008 til 2009/2010, hvilket hovedsageligt skyldes den økonomiske krise som også ramte koncernen. Mens dette har været gældende for omsætningen har dækningsbidraget, EBIT og EBITDA haft et mindre fald. I løbet af krisen har koncernens omstrukturering, organisationsændring mv. hjulpet på omkostningseffektiviseringen sammen med effektiv udnyttelse af ressourcerne, hvilket også har resulteret i et godt resultat efter skat.

Tabel 5.11.2: Historiske nøgletal fra 2009/2010 til 2007/2008 – Resultatopgørelse

Mio.kr.	2009/2010	2008/2009	2007/2008
Omsætning: Skandinavien	1.896	1.919	1.919
Ændring i %	(1,20)	0,00	N/A
Omsætning: Øvrige Europa	1.424	1.159	1.452
Ændring i %	22,86	(20,18)	N/A
Omsætning: Øvrige verden	175	543	366
Ændring i %	(67,77)	48,36	N/A
Omsætning i alt	3.495	3.621	3.737
Ændring i omsætning i alt	(3,48)	(3,10)	N/A
DB	2.116	2.156	2.259
EBITDA	412,2	308,8	462,1
EBITDA-margin	12,4	8,5	11,8
EBIT	282,6	162,1	349,3
EBIT-margin	9,3	4,5	8,1
Årets resultat efter skat	236	109	224

Kilde: Årsrapport: 2009/2010 til 2007/2008

Udover finansielle regnskabstal er det også vigtigt at se på aktieudviklingen, som skal fastsættes sidst i denne hovedopgave.

5.12. Koncernens aktiekurs (udvikling)

Jf. nedenstående graf ses det, at koncernen har været igennem svingende aktiekurser.

Graf 5.12.1: Aktiekursens udvikling


Kilde: <http://www.reuters.com/finance/stocks/chart?symbol=IC.CO> - timeframe: "01.07.09-15.08.11"

Før aflæggelsen af årsrapporten for 2009/2010 har aktiekursen toppet og udgjort over 250 kr., hvilket den længe ikke havde været til efter finanskrisen. Historisk set har aktiekursen højest udgjort omkring 300-400 kr. i 2007. Det sidste halvår af 2010 samt det nye

år ser ud til, at kursen har haft en sund udvikling, hvor grundlaget herfor er koncernens positive regnskabsmeddelelser for halvåret og kvartalsmeddelelsen for 3. kvartal.

Herudover ser det igen ud til, at aktiekursen igen er faldende efter juli. Dette skyldes koncernens forventninger, som er nedjusteret for regnskabsåret 2011/2012, idet koncernen opererer i de svære markeder⁴⁸.

Dette kapitel bygger på en grundlæggende forståelse af efterfølgende kapitler.

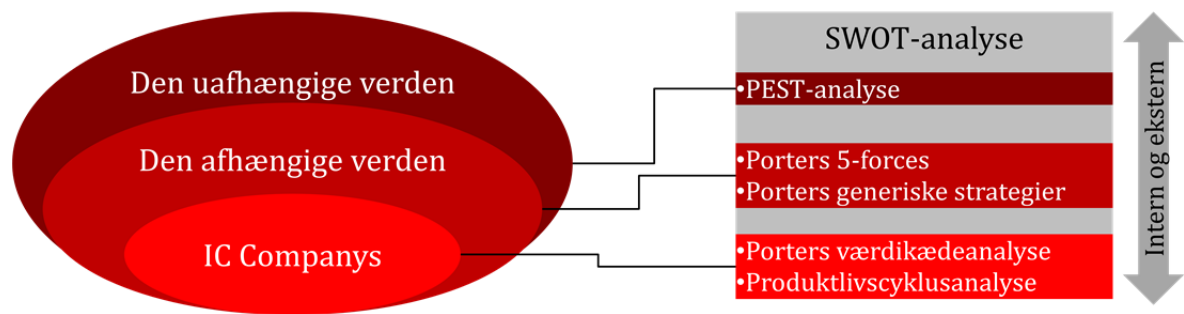
⁴⁸ E-artikel: Business: Analytiker: Svagt marked for ICC

6. Strategisk analyse

Det foregående kapitel, som byggede på en intern analyse, har dannet basis for den grundlæggende forståelse for koncernen. I denne fase skal eksterne og interne faktorer analyseres, hvor den tidligere interne analyse skal være behjælpelig med at identificere de ikke finansielle værdidrivere. Afsnittet skal endvidere øve indflydelse på både budgetteringen samt værdiansættelsen.

Som tidligere introduceret, har min beslutning for valg af modeller beroet på de hyppigst anvendte af analytikere og af Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang". Modellernes tilgang kan illustreres jf. nedenstående:

Tabel 6.1: Mikro- og makroanalyse



Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af www.systime.dk og værdiansættelse og strategisk analyse af ICC udarbejdet af Marlene Højbjerg, 5. maj 2008

Makroanalysen går ud på hændelser, som virksomhederne ingen indflydelse har på, hvorfor denne del agerer uafhængig af virksomhedens markedskræfter og -position. Formålet med analysen er bl.a. at være på forkant med fremtidens udfordringer og dennes konsekvenser for virksomheden. Fokus rettes mod modetøjsbranchen og dennes eksterne faktorer, som kan have afgørende betydning for ICC's indtjeningsevne.

Porters 5 forces, som ligger i den afhængige del af modellen, fokuserer på perspektivering af branchens attraktivitet, hvor konkurrencesituationen er en vigtig faktor for virksomhederne i branchen. Når denne model er forelagt, bestemmes konkurrencestrategien ud fra Porters generiske strategier, der er med til øge virksomhedens værdi ved effektiv ledelse, idet virksomheden indplaceres i forhold til nærmiljøet.

Sidst men ikke mindst analyseres de interne værdier for virksomheden ud fra Porters værdikædeanalyse. Værdikæden tager udgangspunkt i ressourceperspektivet, hvor modellen er behjælpelig med at udpege styrker og svagheder i dele af værdikæden. I modellen tages der udgangspunkt i koncernens præsentation – ledelsesberetningen, idet der stort set ingen offentlige info er at hente af konkurrencemæssige årsager, jf. kapitel 3 - Afgrænsning.

6.1. Den uafhængige Verden - PEST

Koncernens markeder indebærer en række forhold (bilag 8), der er vigtige at tage højde for. På denne måde forberedes der for muligheder og trusler, som fremtiden byder på.

Idet der anvendes historiske data, der skal danne grundlag for fremtiden, kræver det så vidt muligt stabile omgivelser for at analysen kan give et retvisende billede. Grundet nuværende makroøkonomiske forhold kan denne forudsætning ikke efterleves, hvorfor der sørges for i videst muligt omfang at redegøre for faktorer og efterfølgende effekter.

6.1.1. Politiske Faktorer

Den største udfordring er de europæiske landes økonomiske situation. EU og IMF har været nødsaget til at vedtage redningspakker for nogle europæiske lande, som ICC allerede har etableret sig i. Disse lande omfatter bl.a. Grækenland, Spanien og Irland⁴⁹, som er nogle af de hårdest ramte.

Konsekvenserne herfor er eksempelvis højere skatter, udgiftsbegrænsninger, begrænsede kreditforhold, hvilket samlet set fører til begrænset forbrug. Koncernen er opmærksom på de nye politiske tiltag, der er nævnt i ledelsesberetningen⁵⁰, som vil få betydning for forbrugernes rådighedsbeløb.

I forbindelse med den interne analyse blev de forskellige landes BNP-vækst analyseret (bilag 1), hvor der blev gjort opmærksom på, at den danske økonomi stadig er i fare for at være i bakgear. Bl.a. vokser den danske produktivitet langsommere end nogensinde før, hvilket svækker konkurrenceevnen⁵¹. Dermed skal koncernen være opmærksom på dens fremtidige ekspansionsplaner. De valgte markeder skal så vidt muligt ligge uden for lande, der lider af økonomiske problemer.

⁴⁹ E-artikel: Politikken: Update: Grækenland, Spanien og Irland

⁵⁰ Årsrapport: 2009/2010

⁵¹ E-artikel: Politiken: Vi kan kun slå Kina og Indien på én måde

Sourcingmæssigt ser det ikke ud til, at der er begrænsninger for handel i vente, som sidst skete i 2005, hvor der blev indført importbegrænsninger, og hvor koncernen blev hårdt ramt af dette. BNP-væksten i Kina har i 2010 udgjort over 10%, dvs. højere end OECD-landes gennemsnitlige vækst. Denne udvikling kan have betydning for det favorable lønniveau⁵², dermed koncernens lønomkostninger, idet ICC sourcer 67% af varerne gennem Kina.

Selvom størstedelen af produktionen foregår i Kina, er der store muligheder for at flytte produktionen til de øvrige sourcingkontorer, som Rumænien, Bangladesh, Vietnam og Indien såfremt, der skulle opstå komplikationer, der skulle forhindre koncernen i at foretage produktionen i netop dette land. Fordelen ved at have flere kontorer i forskellige lande gør, at koncernen dermed ikke er bundet af ét land og på denne måde spreder sourcingrisikoen.

Det vurderes, at de vedtagne spareplaner i det kommende år, vil bidrage til den generelle usikkerhed hos forbrugere specielt i lande med økonomisk besvær. I henhold til ledelsesberetningen vil ICC etablere sig i eksisterende europæiske lande og herved øge markedsandelen. Der kan opstå risici forbundet med denne plan, da krisen hovedsageligt har ramt EU, hvorfor koncernen må gøre sig en række overvejelser.

Forholdende som andre sourcingkontorer i andre lande betyder muligheder for at mindske konkurrenceevnen for Kina. Fokus skal dermed være på produktionsdelen.

6.1.2. Økonomiske faktorer

Stigningen kan primært forklares på baggrund af den stigende efterspørgsel samt sourcingmarkedernes handlekraft, idet der er oversvømmelse indenfor produktion bl.a. i Kina og andre asiatiske lande.

Deloitte⁵³ (Statsautoriseret Revisionspartnerselskab) har lavet en analyse omhandlende de stigende priser og heraf følgende skærpede konkurrence for modebranchen. Prisudviklingen for bomuldspriserne har været på 40% på et år, hvor produktionsvirksomhederne har implementeret disse priser i deres gældende prissegment. Dog understreger analysen (revisor Peter Mølkjær), at bl.a. ICC har præsteret positiv udvikling, hvilket ty-

⁵² E-artikel: Information: Kinas billige arbejdskraft er blevet dyrere

⁵³ E-rapport: Deloitte: Analyse af modebranchen

der på priser, der ikke har haft en betydning for koncernens indtjening. Den positive udvikling har ikke haft samme effekt for små aktører. Dette indebærer muligheder for de store modegiganter, hvor der kan være tale om fusion og opkøb. På denne måde kan markedsandelen udvides.

Selvom Niels Mikkelsen påpeger, at et af koncernens problemer er sourcing, opstår dette igen grundet bomuldspiserne, som gør de asiatiske sourcingmarkeder konkurrencedygtige. Problemet er herudover de mindre eftertragtede varegrupper, hvorfor der satses på at øge volumen via etablering af flere butikker.

Den spanske konkurrent Inditex Group har valgt, at ændre produkterne således, at de gør mindre brug af bomuld samt består dennes sourcingmarkeder bl.a. af Marokko, Spanien og Portugal. ICC's høje produktionsrate fra Kina øger den generelle pres, da der er tale om hele 67%, der enten må allokere til et andet land eller mindske koncernens produktion af bomuld. Hvis koncernen fortsætter samarbejdet med Kina, skal priserne, som i forvejen er justeret grundet bomuldsprisen, igen reguleres for stigende arbejdskraft. Derfor taler Kina's BNP-vækst, der er på over 10% og er dermed højere end den gennemsnitlige vækstrate for OECD-lande, jf. tidligere. I og med, at ICC primært agerer indenfor højprissegmentet og i mindre grad indenfor midt-prissegmentet, vil det medføre tab af kunder, som ændrer forbrugsvaner og skærer i første omgang ned på deres luksuskøb.

Risikoen kan spredes via øvrige sourcingmarkeder, da koncernen har mulighed for at flytte produktionen dér, hvor kombinationen af pris, kvalitet og leverandørsikkerhed er mest gunstig, jf. kapitel 5 – intern analyse.

Det nedenstående afsnit vil kort summere hovedmarkedernes indflydelse på den økonomiske situation på baggrund af tabel 5.10.2.

6.1.2.1. Skandinavien

Grundlaget for BNP-niveauet på 1,95% for Skandinavien er primært den svækkede danske økonomi, som følge af utrygge forbrugere, der er tilbageholdende over for nye investeringer. Dette bekræftes af banker, som udsteder kredit i mindre omfang i forbindelse med den nu foreslåede regeringspakke, der vil nedjustere omkostningerne til den inve-

sterede lejlighed eller hus i form af lempeligere skatter m.m. Ikke nok med det styrker stigningen i arbejdsløsheden teorien om, at Danmark er i bakkgear⁵⁴.

Modsat den danske økonomi står Sverige stærkest i den nuværende krise. Den svenske krone blev svækket rimelig hårdt, som følge af finanskrisen, der udgjorde en stor effekt for den negative udvikling. Dog har landet været hurtig til at se positivt på fremtiden og har udvist et stort engagement for den fremtidige udvikling. Det har betydet, at mens Europa har lagt op til opstramninger af de offentlige finanser, kunne Sverige pumpe ekstra milliarder ud i samfundet. Der forventes desuden også ekspansive tiltag for 10 milliarder svenske kroner i 2011⁵⁵.

Norge har også på samme måde som Sverige haft en positiv markedsudvikling, hvilket også fremgår af ICC's regnskab⁵⁶. Finanskrisen har ikke haft den store virkning, idet Norge har været bedre forberedt end mange andre kriseramte lande til at møde vanskelighederne. Hertil kom en række penge- og finanspolitiske tiltag.

6.1.2.2. Øvrige Europa

Den gennemsnitlige BNP-vækst frem til 2026 er estimeret til 1,54%, jf. tabellen i kapitel 5, og ligger dermed lavere end Skandinaviens. Som tidligere nævnt under politiske faktorer beror dette på lande såsom, Irland, England og Grækenland, der alle lider af økonomisk krise, hvorfor EU-kommissionen og IMF har været nødsaget til at gribe ind i form af redningspakker. Krisen har endvidere ramt Italien og Spanien.

Den mest positive vækst for øvrige Europa opstår fra de Baltiske lande, som alligevel ikke har et tilfredsstillende væksthiveau, idet denne er på 2,3%. ICC skal hermed have fokus på væksten i EU for derved at skabe gunstige ekspansioner i evt. nye og eksisterende markeder.

6.1.2.3. Øvrige Verden

Analyse af BNP-væksten for den øvrige del af Verdenen, som er på 2,3%, omfatter få lande som nævnt i kapitel 5. Analysen, som jeg selv har udarbejdet på baggrund af webpages (bilag 1), over lande som koncernen har etableret sig i har vist, at der stadig er stort po-

⁵⁴ Urban – 15. august 2011

⁵⁵ E-artikel: AmbStockholm: Om Sverige: Landefakta

⁵⁶ Årsregnskabet: 2009/2010, s. 42

tentiale i at ekspandere på disse markeder og specielt i Canada. Den har en masse leverandører, som er placeret rundt omkring i Verdenen, herunder Asien. Desuden gør koncernen brug af dennes 30-årige erfaring inden for sourcing. PR-medier, der også er baseret på elektroniske kilder, såsom Facebook mv., gør det nemmere for ICC at agere inden for nye markeder. På baggrund af det kan det nævnes, at de tillige ikke skal gøre brug af en masse markedsføringsomkostninger.

6.1.2.4. Andre markeder

Tidligere ekspansionsplaner fra 2007/2008 blev ikke realiseret grundet koncernens negative fremgang, hvor der blev foretaget ledelsesskift og året efter eksploderede finanskrisen. Ekspansionsplanerne gik ud på, at åbne omkring 30-40 retail- og franchisekontorer i Kina. Det kinesiske tøjmarked har været stigende i de seneste år, hvilket har medført, at både markedskraften og forbruget også har været stigende. Dette betyder, at koncernen kan revurdere sine ekspansionsplaner omkring åbning af butikker i Kina, idet bl.a. Kinas befolkning i dag tjener flere penge samtidig med, at de også implementerer den europæiske mode.

I øjeblikket er det bomuldspriserne samt de kinesiske producenters magt, der giver vanskeligheder for koncernen. De fleste producenter er ikke villige til at producere koncernens produkter, da sortimentet er bredt og dybt. Dette kræver oftere produktionsskift, idet der er tale om flere varegrupper samt varenumre inden for hver varegruppe. Hertil er muligheden at åbne flere butikker i lande, hvor sortimentet er bredt og dybt for derved at være konkurrencedygtig over for producenterne.

Der er muligheder i vente samtidig med vækstproblemer på markeder, som ICC operer i. Kinas nuværende situation er en betydelig faktor for koncernen, da der kan være tale om flytning af produktion grundet stigende arbejdskraft.

Udover ekspansionsplaner kan koncernen også overveje mulighederne for fusion og opkøb, idet der er hårde tider i vente for små aktører.

6.1.3. Sociokulturelle faktorer

Det er klart, at tøjkoncerne er bevidste omkring forbrugernes adfærd, hvor den enkelte forbruger udviser et stort initiativ for det sociale forhold. Det samme gælder også ICC,

som vækker i stor grad kundernes interesse via produktionen af Jackpot-produkter, idet der designes en T-shirt hver sæson, hvor der for hver solgt T-shirt doneres 5 euro i støtte til det lokale samfund, som producerer Jackpots økologiske bomuld. I 2009/2010 blev der produceret 22% økologiske Jackpot-varer, hvor det for forbrugeren har været muligt at spore produktets vej fra mark til butik via et nummer på tøjets care-label på hjemmesiden. Dette gør sig stadig gældende.

Resultatet af donationen har vist, at der i de seneste 2 år er indsamlet donationer til et samlet beløb på 200.000 euro, som er blevet fordelt i et tæt samarbejde med det lokale samfund ud fra dennes behov og ønsker⁵⁷.

Ikke nok med denne udviste sociale ansvarlighed, har koncernen doneret 75 t.kr. til hjælpeorganisationen, der forbedrer forholdene for nødlidende børn.

Ligesom Jackpot designer By Malene Birger også en T-shirt 4 gange om året, hvor hele overskuddet fra salget går til UNICEF's hjælpearbejde for Verdens børn. By Malene Birger har bidraget med 518 t.kr. i regnskabsåret for 2009/2010⁵⁸.

En af koncernens største begivenheder i 2009/2010 var også at støtte Hopenhagen, hvor formålet med det var at skabe interesse under FN's klimakonference i 2009. Der blev designet specielle Part Two T-shirts, og overskuddet gik til Verdensnaturfonden.

Modsat disse viste sociale ansvarligheder har ICC været involveret i en tøjskandale, hvor risikoen herfor kan være omsætningstab og i værste tilfælde svækket forbrugertillid og dermed tab af brandværdi⁵⁹. Sagen omhandler farlige kemikalier i de producerede accessories- og tøjvarer for mærkerne InWear, Part Two, Cottonfield og Jackpot. Koncernens hurtige reaktion og heraf forslåede kompensation har hjulpet ICC med at få varerne hjem igen, hvor der i stedet for er udstedt gavekort til de pågældende forbrugere⁶⁰.

Endvidere sikrer samarbejdet med BSCI⁶¹, der ønsker at forbedre de sociale arbejdsvilkår hos leverandører i produktionslande (risikolande), undgåelse af evt. andre tøjskandaler og dermed mindsker omfanget af denne. Hertil følger en række spilleregler (Code og

⁵⁷ Årsregnskabet: 2009/2010, s. 15

⁵⁸ Årsregnskabet: 2009/2010, s. 36

⁵⁹ E-artikel: Proinvestor: ICC har fundet kemikalier i tøj

⁶⁰ E-artikel: DRPenge: Dansk modedesign bøjer sig i tøjskandale

⁶¹ **BSCI:** *Business Social Compliance Initiative*, Et fælles forum for detailkæder, industri og importerende virksomheder.

Conduct), der forbyder børnearbejde, tvangsarbejde og diskrimination samt stiller krav om bl.a. sikkerhed, rimelige arbejdstider og miljøbeskyttelse. Kontrol af om de nævnte spilleregler overholdes sker gennem leverandøraudits udført af uafhængige revisorer bemyndiget af BSCI. Det er én af koncernens målsætninger, at 2/3 af den samlede ordre-masse, inden juli 2012, skal bestå af leverandører, der er verificerede i henhold til BSCI-standarder⁶².

Endvidere er koncernen medstifter af DIEH⁶³, der fremmer international handel, respekterer menneske- og arbejdsrettigheder og bidrager til en bæredygtig udvikling i udviklingslandene og til de nye vækstøkonomier. Denne proces strammes op med medarbejdere, der uddannes på DIEH's kurser og gennem leverandører, der lever op til kravene inden for internationale konventioner, som f.eks. ILO's arbejdsrettigheder.

Tilslutningen til FN's Global Compact er en aftale, der måler og vurderer virksomhedens samfundsmæssige engagementer, hvilket der følges op på gennem årlige rapporteringer på fremgangen i forhold til fastlagte principper for aftalen.

Det er meget svært at tilpasse de nuværende forbrugers ønske om at købe det rigtige tøj grundet den skiftende forbrugeradfærd. Dette skyldes også, at der er for mange udbydere, hvorfor der også er en høj konkurrence på tøjmarkedet.

De fleste virksomheder udbyder flere kollektioner pr. årstid, mens ICC, for de fleste af sine mærker, har 4 og max. 12 årlige leveringer og dermed store varelagre. Bl.a. distribuerer Part Two og Jackpot 12 årlige leveringer, som nøje tilpasses kundernes indkøbsmønstre, og som designes sæsonmæssigt⁶⁴. Dette er ikke nok til at skabe tilfredsstillende kundeloyalitet, da både udbudte produkter og dertil tilhørende priser er væsentlige faktorer for forbrugerne.

Selvom fleste forbrugere gerne vil vise status og magt gennem deres påklædning, er det stadig vigtigt for dem at købe tøj til konkurrencedygtige priser, derfor er tendensen for

⁶² Årsrapport: 2009/2010, s. 35

⁶³ **DIEH:** Dansk Initiativ for Etisk Handel, ressourcecenter og medlemsorganisation, der styrker danske virksomheders etiske handel og leverandørstyring

⁶⁴ Årsrapport: 2009/2010, s. 12 til s. 27

køb af tøj fra outletforretninger stigende. Det stigende salg gennem outletforretninger er også gældende jf. 3. kvartalsmeddelelsen.

Mange virksomheder i beklædningsbranchen efterligner hinanden i betydelig grad, hvorfor det nu er meget lettere for den enkelte forbruger at handle ved at sammenligne udbydernes priser. En faktor, der spiller en vigtig rolle, er produktionen, herunder "short-to-market", hvilket ikke er gældende for ICC. Måden at gøre dette på sker ikke kun fysisk, men også gennem internettet, hvor e-handelen er blevet mere og mere udbredt. Forbrugerne vælger blot at prøve tøjet i butikkerne, men undlader at købe de nyeste trends, idet priserne først fremmest bliver undersøgt på internettet for derved at få mest mulig ud af deres rådighedsbeløb. ICC har også inkluderet denne distributionskanal i markedsføringen og er blevet onlineforhandler efter at have indset, at der er stor konkurrence og dermed også muligheder på dette område.

Sammensætning af tøj er også meget ualmindeligt nu om dage. Tit og ofte ser man, at forbrugeren har købt en meget dyr taske og sko, men vælger at gå i en kjole fra lavprissegmentet⁶⁵. Denne abnormale situation er blevet mere og mere typisk hos forbrugerne, hvilket også afspejles af kundernes uforudsigelighed. Behovet afdækkes også via koncernens brede brandpanel, idet hvert mærke henvender sig til en bestemt målgruppe, og har forskellige prissegmenter. Overordnet set dækker ICC behovet for forbrugere, som er unge, aktive og professionelle mennesker, der er i alderen mellem 20-40 år, jf. produktporteføljen i kapitel 5. Typisk følger denne målgruppe produkter, som bl.a. består af kvalitetsmaterialer i forhold til varens værdi.

Prissegmentet for ICC's produkter varierer fra at ligge fra mellem- og højprissegmentet. Det der også anses, som problem for ICC, er dennes kernemærker, der efterhånden er blevet mindre eftertragtede. Bl.a. har mærker såsom Jackpot, InWear og Cottonfield haft omsætningstilbagegang i 2009/2010 set i forhold til årsrapport 2008/2009.

Dog er dette problem forsøgt at blive formindsket via mere designprægede luksusmærker såsom Designers Remix Collection, By Malene Birger og Tiger of Sweden, som ligger i højprissegmentet, mens mærker som Saint Tropez, Soaked in Luxury og Jackpot ligger i mellemprissegmentet.

⁶⁵ Metroexpress: Modesiden: Sammensætning af tøj

Koncernens store fokus på CSR-forhold bygger helt klart på positive initiativer, hvor de fleste mærker involveres i samfundsmæssige løsninger. Disse positive tiltag vil også gavne den fremtidige indtjening.

Desværre har det øgede fokus på CSR-forhold ikke været nok til at undgå den negative omtale angående farlige kemikalier i produktionen af nogle mærker. Den største ulempe herfor kan være tab af brandværdi. Denne del er forsøgt at blive opstrammet siden 2007 gennem samarbejdet med BSCI og DIEH. Målet for koncernen er at mindske disse negative omtaler i fremtiden, hvorfor ICC kræver, at fleste leverandører indtil 2012 også skal være omfattet af disse samarbejdsaftaler.

6.1.4. Teknologiske Faktorer

Investeringen i SAP-systemet har gavnet koncernen i form af, at der er opnået en solid it-understøttelse i sourcing, distribution, logistik, administration og salg, hvorved koncernens enkelte mærker nu kan fokusere på den kreative og kommercielle udvikling. Dette har endvidere medført omkostningsfordele via fællesdriften af it-plattform.

Der forventes endvidere udvidelse af distribution og salgsunderstøttende forbedringer af it-plattformen, hvor det estimerede investeringsniveau ligger mellem 130-150 mio.kr.⁶⁶

Aktiverne udviser også tegn på it-udviklingen, hvor det, jf. regnskabet pr. 30. juni 2010, fremgår, at aktiver vedrørende it-systemer under udvikling er på 13,6 mio.kr. Investeringen omhandler et nyt Point of Sale IT-System, hvor fordelene ved dette vil være mere pålidelige retaildata samt skabe et mere effektivt kundeloyalitetsprogram. Denne proces vil på lang sigt have indvirkning på en øget kvadratmeteromsætning⁶⁷.

Som tidligere nævnt har koncernen implementeret e-handel i samarbejde med en førende e-commerce partner – GSI Commerce Inc. Selvom mange af koncernens konkurrenter har været på markedet i forholdsvis lang tid, herunder bl.a. H&M, Inditex Group, Esprit mv. er det stadig muligt for ICC at skabe vækst via denne distributionskanal.

Det tidligere shared service center er nu suppleret med Point of Sale IT-System, der er tiltænkt at medføre store omkostningsbesparelser, bedre styring af varelagre mm. Den

⁶⁶ Årsrapport: 2009/2010, s. 5

⁶⁷ Årsrapport: 2009/2010, s. 8

sidstnævnte vil især gavne lageromsætningshastigheden, da der vil være nedskrivninger i mindre omfang. Udover outletbutikker har koncernen også etableret onlinesalg, som er den mest udbredte salgskanal, hvor der er forventninger om at skabe en betydelig omsætning heraf.

6.2. Brancheanalyse - Porters Five Forces

Analysen udarbejdes med henblik på at belyse mulighederne for koncernen, da modellen bygger på mikro-miljøet, hvilke betyder, at der er mulighed for, at ICC kan påvirke branchen i en bestemt retning. De 5 markeds kræfter (bilag 8) er analyseret, som det ser ud i dag, da modellen ikke tager højde for ændringer, der kan ske i branchen fra dag til dag. Grundlaget for valg af modellen er alligevel faldet på Five Forces, da den imidlertid stadig er én af de bedste.

6.2.1. Potentielle nye udbydere (trusler fra nye konkurrenter)

I det tidligere beskrevne blev Kinas magt, over virksomheder som ICC, nævnt, hvor det blev understreget, at koncernens varer er i fare for at blive nedprioriteret grundet oversvømmelser af produktion i de asiatiske lande. Generelt set er outsourcing vokset essentielt, dog ser det ud til at denne form for produktion ikke får en længerevarende eksistens, idet bl.a. Kinas udvikling har været eksplosiv i 2010, og estimeres også til at have en vedvarende effekt.

Set fra nye udbyderes synspunkt kan det vurderes, at disse højst sandsynligvis vil være omfattet af høje produktionsomkostninger, hvilket er forbundet med antallet af producerede varer, herunder varegrupper, pålidelige produktions- og salgskanaler m.m. Dermed udgør koncernens erfaring, inden for sourcing, en væsentlig fordel.

En anden vigtig rolle er den nuværende markedssituation, hvilket kan betyde tilbageholdende investorer og regulerede kreative idéer, der ikke kan realiseres specielt i Europa.

Ud fra markedssituationen kan det hermed vurderes, at de nye indtrængere vil være storaktører med en tilstrækkelig kapital og ikke mindre nystartede virksomheder, da disse vil have uvæsentlige markedsandele.

Såfremt at nye mulige konkurrenter har de fornødne relationer til produktions- og salgskanaler, vil det betyde lave adgangsbarrierer for potentielle nye udbydere. Dog er denne

konklusion ikke gældende for små aktører, der opererer med lavere kapital end nødvendigt.

6.2.2. Substituerende produkter

Betegnelsen for substituerende produkter handler om, at virksomhedens kunder let kan finde produkter hos en anden udbyder, der kan erstatte det pågældende produkt⁶⁸. Dette tilfælde ICC's produkt.

I tøjbranchen er der mange muligheder for substitut, da der er mange butikker, der udbyder tøj på samme måde som ICC. Dog er det som regel svært at imitere de mere designprægede mærker, som også kræver en del større ressourcer, som kreative designere og materialer i god kvalitet, hvorfor der er behov for større kapital.

Begrebet vil især opstå, såfremt forbrugerne ikke har tilstrækkelig kapital til køb af ICC's produkter, der ligger i mellem- og højprissegmentet, såsom Tiger of Sweden, Designers Remix Collection og By Malene Birger. Disse mærker bliver tit og ofte efterlignet af konkurrenter, som Inditex og H&M. Begge konkurrenter producerer også sine egne produkter og udbyder tøj til billigere priser, hvorfor det for kunder, som er mindre loyale, vil være mere fordelagtigt at spendere penge i netop disse forretninger. Outletforretninger er også en fordel for kunder, hvorved der kan opnås relative prissætninger af koncernens produkter. Disse består enten af udgåede varer eller 2. sorteringsvarer. Dermed er det igen vigtigt at opbygge tilstrækkelig kundeloyalitet.

Vurdering af forbrugernes valg af substituerende produkter vil være mulig med forbehold for forringet kvalitet, idet samme type vare ikke fremstilles af konkurrenten. Endvidere opererer koncernen også med produkter, der ligger i den almindelige prisklasse (Soaked in Luxury, Part Two, Matinique m.m.) Af den grund er markedskræften vurderet for at være stærk.

6.2.3. Leverandørens forhandlingsstyrke

Leverandørernes forhandlingsstyrke vurderes at være lav, idet koncernen har i alt 427 leverandører, hvoraf de 14 største står for 30% af den samlede produktionsværdi. Enkelte storleverandører står for 6% af den samlede produktionsværdi. Dermed er koncernen

⁶⁸ www.wikipedia.com

ikke væsentlig afhængig af en enkelt leverandør, hvilket vil sige, at den har spredt risikoen og reduceret omkostningerne.

Koncernens afhængighed af 427 leverandører kan dog også have en ulempe i form af, at relationerne mellem leverandører og koncernen kan vurderes som værende svag, idet ICC kan have svært ved bl.a. svingende produktkvalitet og tilpasning af leverancerne. Det er en vigtig faktor, da koncernen distribuerer månedlige kollektioner (12 leverancer) for de fleste mærker. Desuden kan det have en indflydelse på opnåelse af mængderabatten, idet fremstillingen af produkterne vil variere hos leverandørerne.

6.2.4. Kundernes forhandlingsstyrke

Koncernens kunder er opdelt i 4 hovedgrupper gennem dennes salgskanaler, som er følgende⁶⁹:

- Egne butikker, herunder outletbutikker
- Franchisetagere
- Forhandlere, herunder stormagasiner, agenter og distributører
- Onlinesalg

Prissegmentet ligger i mellem- og højklasse, hvilket også afspejles af årsrapporten. Som det også blev nævnt ovenfor er koncernens kunder, dem som har opbygget en kundeloyalitet, og som er modebevidste.

Det europæiske befolkningsforbrug har i den seneste tid ændret sig markant, hvor man er blevet mere modebevidst, hvorfor forbrugeren er i en søgning efter mærkevarer af god kvalitet. Det betyder meget for forbrugeren, at mærket også bliver anvendt af den gruppe man tilhører, og dermed ikke adskiller sig fra forbrugermængden.

Koncernens mærker dækker behov hos forskellige forbrugere, idet dennes 11 mærker afviger fra hinanden både gennem målgruppe og kernekunde. Dette gør, at selskabet mindsker driftsrisikoen, og dermed besidder sig af en multibrandstrategi⁷⁰. Via denne strategi sikrer koncernen målrettet brandpositionering og brandudvikling⁷¹.

⁶⁹ Årsrapport: 2009/2010, s.12-27

⁷⁰ www.iccompanys.com/da.../Mission+vision+vaerdier.htm

Til tider kan denne strategi heller ikke være tilstrækkelig for forbrugeren, idet der ingen former for switching-omkostninger er gældende for dem.

Alt i alt summer købernes forhandlingsstyrke for at være på et middel niveau.

6.2.5. Konkurrenceintensiteten i branchen

Samlet set vurderes konkurrenceintensiteten for branchen for værende stor, hvor der er risiko for nye konkurrenter. Der er konstant brug for udvikling for, at koncernen kan blive ved med at producere tøj, der falder i forbrugernes smag for derved at mindske risikoen for forbrugernes valg af substituerende produkter.

De tilnærmelsesvis primære konkurrenter er vurderet til at være H&M, Esprit og Inditex Group. Jeg bruger ordet *tilnærmelsesvis*, idet konkurrenterne, på nær Esprit, prismæssigt ikke kan sammenlignes med koncernen. Alligevel er disse vurderet som værende konkurrenter, da de udbyder varer inden for beklædning, hovedsageligt til den samme målgruppe samt agerer på samme markeder, hvilket primært er det europæiske, herunder Skandinaviske, og Verdenen i mindre omfang.

Nedenfor illustreres ICC's samt konkurrenters enkelte data på baggrund af offentlige årsrapporter for at illustrere den størrelsesmæssige sammenligning.

Figur 6.2.5.1: Skitse af Porters Five Forces-model "egne butikker"

	Omsætning i mio.kr.	Antal ansatte	Antal egne butikker	Antal lande
ICC A/S	3.495	2.315	206	15
Esprit ⁷²	21.927	14.172	1.128	23
Hennes & Mauritz AB ⁷³	88.153	59.440	2.156	38
Inditex Group S.A. ⁷⁴	246.704	92.301	4.607	74

Kilde: Egen tilvirkning / Årsrapporter fra 2009/2010 for den enkelte enhed

⁷¹ E-artikel: Erhvervsbladet: Børsnyt: ICC satser på multibrandstrategi og fælles platform

⁷² Esprit, Årsrapport: 2009/2010

⁷³ H&M, Årsrapport: 2009/2010

⁷⁴ Inditex, Årsrapport: 2009/2010

Ud fra ovenstående fremgår det, at koncerner, som ICC er blevet sammenlignet med, er langt større og agerer på flere markeder, hvorfor ovennævnte også har større markedsandele.

Prismæssigt er der stor konkurrence mellem de nævnte storaktører, da de prisniveau-mæssigt er forholdsvis ens. ICC kan niveaumæssigt sammenlignes med Esprit, mens de 2 andre sammenlignelige konkurrenter er undtaget her, idet disse består af mindre design-prægede mærker, der prismæssigt ligger lavere end ICC's og Esprit's mærker. Det er ikke nemt for koncernen at tilpasse priserne for at være konkurrencedygtig, idet lavere pris vil betyde ringere kvalitet.

Jf. ovenstående, gør det sig for koncernen gældende, at konkurrenceintensiteten i de eksisterende markeder er forholdsvis høj, da der er mange udbydere og igen ud fra ovenstående en stor international konkurrence.

Endvidere er det svært for ICC at bygge tilfredsstillende mærkeloyalitet for både eksisterende og potentielle konkurrenter, idet kundernes købsadfærd er meget skiftende i og med, at der ikke er switching-omkostninger forbundet hermed. Samtidig med at dette vil være en mulighed for koncernen, mht. at kunne vinde markedsandele, er der også lettere adgangsforhold for nye indtrængere på eksisterende markeder. Det er her vigtigt at understrege, at det igen kræver en stor kapital.

6.3. Intern Analyse

I kapitlet skal den interne situation analyseres ved hjælp af Porters værdikæde (bilag 9). Komponenterne i analysen skal beskrives ud fra den tidligere foretagne interne analyse i kapitel 5. Via Porters værdikædeanalyse, skal ICC's ressourcer og kompetencer, som har haft væsentlig indflydelse på ledelsens valg af strategi, belyses. Dermed fastlægges styrker og svagheder for de enkelte led i værdikæden.

6.3.1. Ejerskab, bestyrelse og ledelse

Niels Martinsen er hovedaktionær, og besidder den største aktieandel gennem sin selvstændige virksomhed, Friheden Invest. Desuden er han, som tidligere nævnt, medstifteren af koncernen.

Ledelsen består af erfaringsdygtige ansatte, hvor direktøren Niels Mikkelsen er den sidst tiltrådte i koncernen. Niels M. blev ansat i august 2008, hvor hans hovedopgave lød på at øge salget og dermed indtjeningen. Den korte mission blev ændret som følge af, at koncernen blev hårdt ramt af krisen, hvorfor opgaven ændrede sig i takt med det, og endte med at hedde: "Stoppe det styrtdykkende salg og redde virksomheden helskindet gennem krisen".

Samtidig med situationen har været en utilfredsstillende omgang for ledelsen, har den også haft sine stærke sider i og med, at den har hjulpet den nytiltrådte CEO med sit personlige jobforløb. Det er for Niels M. blevet lettere at implementere strategien, som allerede blev lagt inden krisens opstart. Den største fordel har været, at medarbejderne har været mere lydhøre over for, at koncernen skulle køres i en ny retning⁷⁵.

Ikke nok med Niels Mikkelsens overvinding af krisen, har han også været med til opbygning af organisationen, hvor formålet med det har været at skabe mere vækst og bedre indtjening.

Det største fokus i organisationsændringen gik ud på, at alle ICC's 11 mærker fremover vil få fuldt ansvar for egen distribution og dermed gavne koncernens enkelte enheders evne til at omsætte. Ændringen medførte en mere effektiv og mindre kompleks organisationsstruktur. Denne beslutning blev vedtaget ud fra indtjeningsevnen, idet dele af mærkerne før havde været inddelt i en matrix med fælles platform samt som linjeorganisation.

Ovenstående ændringer har været med til at skabe gode resultater, hvor det bl.a. af kvartalsmeddelelsen for 2010/2011 fremgår, at koncernen er vækstet mere end forventet. Ud fra det realiserede resultat, som er opnået via Niels Mikkelsens placering bag roret i modediganten, vurderes det, at der ikke er nogen bekymringer forbundet med ledelsens beslutninger. Tværtimod anses den nye ledelse for værende en styrke for koncernens fremtidige muligheder.

6.3.2. Corporate governance

Aktionærernes korte- og langsigtede interesser imødeses gennem 7 årlige afholdte bestyrelsesmøder samt 1 årligt afholdt generalforsamlingsmøde. Som tidligere omtalt er kon-

⁷⁵ E-artikel: Business: Detail: ICC trækker i ekspansionsdragten

cernen omfattet af en række retningslinjer inden for god selskabsledelse, hvilket gør ICC særdeles attraktiv over for investorerne.

6.3.3. Ansatte

Jf. årsrapporten for 2009/2010 udgør antal fuldtidsansatte i alt 2.315 mod sidste år 2.261, hvilket svarer til en stigning på 2,39%. Koncernen differentierer sig via ledelse af personelle ressourcer i støtteaktiviteterne. Dette sker dels ved udviklingen af medarbejdernes kompetencer, hvor der tilbydes interne uddannelser for kontinuerlig udvikling af ansatte og deres karriere gennem koncernens akademier inden for retail, og dels via akademiuddannelse for ledere på forskellige niveauer.

Der er herudover også opbygget en HR proces, hvor den enkelte medarbejders arbejdsindsats evalueres. Dette bidrager til at understøtte udviklingen af koncernens performancekultur⁷⁶.

6.3.4. Design

Omlægningen af organisationsstrukturen har resulteret i en markedsorienteret ledelse, der håndterer markedspositionering, produktudvikling og marketing, hvor ledere har fået tildelt ét ansvarsområde nemlig ét brand. På denne måde øges performanceniveauet. Den enkelte leder har ansvaret for at mærket præsterer et tilfredsstillende salg, dermed udvikling, samt at designet skal have en konstant opdatering. Såfremt dette krav ikke efterleves, vil det kunne afspejles af kundernes efterspørgsel. Dermed vil kundernes forhandlingsstyrke være stærk.

6.3.5. Indgående logistik og produktion

I kapital 5 blev der introduceret, at ICC outsourcer al produktion gennem deres 427 leverandører, hvor styringen af disse foretages af koncernens sourcingkontorer placeret i Asien. Endvidere blev der i kapitel 5 understreget, at nogle leverandører også indarbejder disse samarbejdsaftaler, herunder DIEH og BSCI, der sikrer kvalitet i leverandørernes medarbejderforhold mv. Lige nu er koncernen i gang med at optimere områder i værdikæden som kollektionsudsving. Der arbejdes på, at reducere styles og gennem disse foretage forbedringer af brands, som ikke skaber tilfredsstillende resultater på nuværende tidspunkt⁷⁷.

⁷⁶ Årsrapport: 2009/2010, s. 28

⁷⁷ Årsrapport: 2009/2010, s. 42

Brandet Jackpot gør det bl.a. muligt for forbrugeren at følge produktets vej fra mark til butik via et nummer på tøjets care-label på hjemmesiden, hvilket er med til at øge forbrugers brandloyalitet.

6.3.6. Marketing og salg – De 4 P'er

Mht. beskrivelsen af værdikædens *Marketing og salg* har jeg vurderet det hensigtsmæssigt at anvende de "4 P'er". Via denne model kommer jeg nærmere ind på Produkt, Pris, Place (distribution) og Promotion (reklamer og branding).

6.3.6.1. Produkt

Overordnet set beskæftiger alle mærker sig med tøj, hvor damebeklædningen afdækkes af koncernens 9 mærker. Der er derimod kun 4 brands, der appellerer til mænd. Udover tøj til mænd og kvinder udbydes der også tøj til børn via brandet Peak Performance. Stort set alle brands udbyder accessories, mens sko udbydes udelukkende af Tiger of Sweden, Designers Remix Collection og By Malene Birger, jf. webpages.

Som tidligere nævnt i indledningen af afsnittet har koncernen planer om at reducere styles kombineret med vision om at bygge succesfulde internationale mærker, hvilket tyder på designmæssig udvikling af nuværende brands.

Samlet set vurderes det, at koncernens implementerede multibrandstrategi er en essentiel faktor for den nuværende strategi, idet porteføljen rummer flere forskellige mærker, som har hver sit afsætningsmarked, målgruppe, vision og mission.

6.3.6.2. Pris

Prismæssigt agerer koncernen inden for mellem- og højprissegmentet (jf. tidligere), hvor koncernen er ivrig efter at balancere den opnåede værdi i forhold til produktets pris. Det er i dag muligt for den enkelte forbruger, at sammenligne priser på nettet, hvor det mest gunstige køb opnås, hvorfor det er vigtigt for producenten at differentiere sig via de udbudte brands. Nedenfor er der udarbejdet en figur over koncernens konkurrerende beklædningsvirksomheder.

Figur 6.3.6.2.1: Stil og pris-positionering af forskellige mærker

PRIS	STIL			
	Avanceret	Moderne	Klassisk	Traditionel
	Høj	Yves Saint Laurent Burberry Gucci Prada Louis Vuitton Channel By Malene Birger	Calvin Klein DKNY Hugo Boss Emporio Armani D&G Tiger of Sweden Peak Performance	Polo Ralph Lauren Tommy Hilfiger Mulberry Lacoste Gant Tommy Hilfiger Sand Hugo Boss
	Mellem	Diesel Miss Sixty ECKO Unltd. This is Who I am Designers Remix InWear N/A	Levi's Replay Miss Sixty Energy SamsøeSamsøe Matinique Friis&Companys H&M Inditex Group Mango Soaked in Luxury Saint Tropez	Bruuns Bazar Esprit Benetton Cottonfield Jackpot Part Two H&M Inditex Group Bestseller Bilka Kvickly

Kilde: Egen tilvirkning / værdiansættelse og strategisk analyse af ICC udarbejdet af Marlene Højbjerg, 5. maj 2008

6.3.6.3. Place (distribution)

Koncernen afsætter sine brands gennem 5 afsætningskanaler, hvilket er Engros-, Retail-, Franchise-, Outlet- og onlinesalg.

Den nyfokuserede distributionsstrategi tager hånd om *engrossalget*, idet ICC har foretaget ophør af samarbejde med engroskunder i 2009/2010, som følge af krisen, herunder sourcingproblemer, der har skærpet konkurrencen. Distributionskanalen skal optimeres gennem færdige ordreforslag, lempeligere kreditforhold, udbudte kurser inden for wholesale og et nyt leveringsforslag, som vil skabe indflydelse på øget kvadratmeteromsætning. Over halvdelen af koncernomsætningen opnås gennem engrossalg.

Franchisesalget, som indgår i engrossalget, er steget med 2%. Der er åbnet 29 butikker og lukket 27 (størstedelen lå i Rusland) i 2009/2010. Omsætningen opnået gennem denne distributionskanal udgør stadig en beskedent del, hvorfor ICC arbejder ivrigt på at gøre franchisesalget til en af de vigtigste kanaler. Der arbejdes på at øge kvadratmeteromsætningen samtidig med at styrke selve konceptet, hvilket betyder indgåelse af nye samarbejder med mulige franchisetagere.

Retailsalg udgør 40% af den totale omsætning, hvor målet herfor er, at det skal have en større indflydelse for koncernen. Der er arbejdet med clustering strategi⁷⁸ i 2009/2010, hvilket bygger på udvidet og optimeret retail ved at lukke underskudsgivende butikker og koncessioner. I stedet for er der åbnet nye butikker. Etableringen af nye butikker er sket på baggrund af forbedrede indkøbs- og lagerprocesser, hvor vareindkøbet fordeles via daglige salgsdata, som udføres via Point of Sale IT-System. Systemet udarbejder pålidelige retaildata, hvor der opnås et bedre og effektivt kundeloyalitetsprogram, jf. tidligere. Samtidig med at der sker en bedre tilpasning af indkøb- og lagersystemer, bliver det bl.a. nemmere at styre lageret og opnå mindre nedskrivninger og ikke mindst opnå øget lageromsætningshastighed.

Omsætningen har udvist fremgang på 6%, hvilket er positivt påvirket af nettoåbningsbutikker. Der er åbnet 58 retailbutikker og lukket 50 (størstedelen af disse var små retailkoncessioner).

Retaildelen understøttes herudover af interne akademier, som uddannelse af salgspersonale samt generelle kurser for medarbejdere.

Outletsalget udgør 12% af den samlede retaildrift. Det etablerede lagerstyringssystem – Point of Sale IT-System – er løsningen for at opnå højere lageromsætningshastigheder, hvorfor outletsalget ikke forventes at stige i takt med omsætningen.

Opstart af den nye distributionskanal, *onlinesalg*, har medført store omkostninger i regnskabsåret samtidig med, at denne igen har tilført 284 mio.kr. i nettoomsætning i samme periode. Koncernen forventer, at denne del kommer til at rumme større potentiale for koncernens brands.

6.3.6.4. Promotion (reklamer og branding)

Hver enkelt brand drives af en markedsorienteret ledelse, hvor markedspositionering, produktudvikling og marketing foretages. ICC's hovedkontor – Shared Service Center – fungerer som garanti for kontinuitet, leveringsdygtighed og kreditværdighed. På denne måde skabes bedre udnyttelse af ressourcer til idéskabelse og kreativitet.

⁷⁸ Årsrapport: 2009/2010, s. 42

Markedsføringen af brandsne sker bl.a. gennem e-commerce (egen undersøgelse: facebook, youtube, google mv.) samt via de enkelte mærkers individuelle engagementer. Matinique sponsorerede bl.a. det danske fodboldlandshold under VM i Sydafrika, hvor landsholdet var klædt i Matinique⁷⁹. Endvidere promoveres koncernen gennem CSR-forhold, som blev nævnt i PEST-analysen under sociokulturelle forhold.

I og med at ICC er en børsnoteret kunde, omtales den også oftere i medierne, hvilket også kan betragtes som en slags branding.

6.3.7. Vækststrategi – Ansoff's vækstmatrice

For identifikation af koncernens fremtidige udvikling anvendes modellen, Ansoff's vækstmatrice (bilag 10), der i store træk går ud på at belyse den strategi, der giver virksomheden styrke til at vinde markedsandele på udvalgte områder.

Opdeling af vækststrategier går ud på følgende:

- Nuværende marked eller nye markeder
- Nuværende produkt eller nye produkter

Ud fra ovenstående opstillede model, kan det dermed konkluderes, at ICC agerer inden for vækststrategien, markedsindtrængning også kaldet markedspenetrering, idet den opererer med nuværende produkter på nuværende markeder. Dog er markedsudviklingsstrategien også gældende grundet By Malene Birger, da koncernen har ekspansionsplaner omkring åbning af franchisebutikker på den globale arena⁸⁰.

Jf. ledelsesberetningen fremgår det, at koncernen er interesseret i at øge kvadratmeteromsætningen ved at åbne flere retail- og franchisebutikker på eksisterende markeder samt herudover bygge effektive samarbejdsplaner med engrosforhandlere.

Det kan understreges, som også tidligere nævnt, at koncernen har stort markedskendskab på globalt plan, hvorfor der vil være gode muligheder bl.a. i Canada. På nuværende tidspunkt lanceres udelukkende brandsne InWear og Matinique i landet. Koncernens er-

⁷⁹ Årsrapport: 2009/2010, s. 24

⁸⁰ Årsrapport: 2009/2010, s. 18

faringer og finanskrisen, der stort set ikke har ramt landet, er et stærkt grundlag for overvejelse af ekspansionsmulighederne.

Investorerne bliver ikke informeret omkring køb eller udvikling af nye brands, hvilket der også er muligheder for, da ICC viser sig for at være en sund virksomhed med gode investeringsevner.

6.4. Delkonklusion – Strategisk analyse

Den strategiske analyse er nu behjælpelig med at besvare 3 af spørgsmålene nævnt i problemformuleringen omkring interne og eksterne forhold. Svarerne er opnået gennem analyser udarbejdet på mikro- og markoniveau.

1. Hvilke eksterne- og interne forhold har indflydelse på aktiekursen?

Koncernen blev anklaget for forringet etik grundet varer, der indeholdt farlige kemikalier. Allerede efter offentliggørelsen af den dårlige nyhed medførte omtalen bl.a. nedjustering af forventninger til næste regnskabsår (2011/2012), hvor der er fare for omsætnings- og brandværditab. Selvom ICC arbejder hårdt med at få leverandører til at arbejde inden for DIEH og BSCI, er der stadig store ulemper forbundet med uafhængige leverandører, da der ikke altid er det store kendskab og ringe forhold i forbindelse med svingende produktkvalitet og tilpasning af leverancer, som også afspejles af dette opståede problem. Målsætningen herfor er, at der fra koncernens side kræves, at 2/3 af leverandørerne indtil udgangen af 2012, skal indgå samarbejde med DIEH og BSCI.

Samtidig med det, er der fare for, at koncernen opnår mindre indtjening som følge af den dårlige økonomi Europa er præget af, hvilket kan medføre reguleret forbrug. Dette skyldes primært koncernens prisstrategi, som rammer mellem- og højprissegmentet. Den lave produktivitet øger ledigheden og medfører utrygge forbrugere. Dermed *bør* ICC gøre nogle overvejelser omkring planerne om at ekspandere ved at etablere franchise- og retailbutikker. Spørgsmålet er, om ekspansionsplanerne *bør* omfatte det eksisterende marked – europæiske – grundet markedets økonomiske situation.

Ikke nok med det har sourcingproblemet også ramt koncernen hårdt, idet Kina har magten som produktionsland. Problemet kombineret med stigende bomuldspriser er med til at udfordre ICC grundet deres brede og dybe varesortiment (flere varegrupper af mindre

størrelse), som medfører nedprioritering fra producenterens side. Stigningen i bomuldspriserne betyder ændring af varesortimentet således, at produktionen skal være mindre omfattet af denne råvare, ligesom reguleringen som Inditex Group foretog. Koncernens sourcingkontorer muliggør flytning af produktionen til øvrige sourcinglande, hvor faktorer som pris, kvalitet og produktion har den afgørende rolle.

Kundernes forhandlingsstyrke er med til at forringe koncernens månedlige leverancer, som er vurderet for at være lang i forhold til branchens konkurrenter, som opererer med leverancer helt ned til 3 uger – Inditex Group. Denne kan have langvarige konsekvenser, hvor kunderne kan lade sig blive fristet af jævnlig opdaterede kollektioner. Dette arbejdes der på via igangsætning af optimeret kollektionsudsving.

Det store udviste initiativ, inden for CSR-området, vil helt klart gavne koncernen på lang sigt, idet de fleste forbrugere efterhånden er blevet mere bevidste omkring producenterne og ikke kun forhandlere, der holder sig opdateret gennem medierne.

At varesortimentet ikke udelukkende består af beklædning, men også af kompenserende produkter tegner på, hvor alsidig koncernen er, og at den har leverandører inden for mange varegrupper. Hertil hjælper deres 30-årige erfaring også i betydelig grad.

Det nyimplementerede it-styringssystem forventes at udgøre en væsentlig faktor for styringen af produktion, logistik og distribution, hvor den dyre investering hurtig kan indhentes via optimeret varelager, mindre nedskrivninger, øget lageromsætningshastighed og dermed brug af outletforretninger i mindre grad.

2. Hvilke strategiske tiltag er gældende for ICC for at kunne stå stærkere på verdensplan?

Koncernen har en stærk økonomi, som arbejder stærkt på at skære deres rentebærende gæld ned til 0 kr. (nærmere herom i regnskabsanalysen). Dette er et stærkt grundlag for lancering af nuværende brands på nye markeder, da der stadig er mange markeder, som koncernen på nuværende tidspunkt ikke lancerer sine brands på. Der er herudover muligheder indenfor udvikling/opkøb af nye mærker at lancere disse på eksisterende markeder. Der er gode muligheder for at vinde nye markedsandele, idet flere småaktører kan

gå konkurs grundet den finansøkonomiske krise, hvorfor der kan være tale om fusion i fremtiden.

Bomuldspriserne, der er steget markant, samt de asiatiske landes lønvilkår spiller også en vigtig rolle heri. Stigningen i priserne gør bl.a. Kina konkurrencedygtig, idet landet er i oversvømmelse af produktion og kan vælge at prioritere deres kunder, hvorfor forholdet også gør landet dygtigere til at forhandle inden for arbejdskraften.

Desuden er der i året implementeret onlinesalg for samtlige brands, som allerede har bidraget med en positiv omsætning på 284 mio.kr., og som er tiltænkt at have en vedvarende effekt.

3. Er ICC's produktportefølje gunstig i relation til fremtidig indtjening og herunder likviditetsskabelse?

Der er tegn på, at den brede brandpalet indeholder uudnyttede ressourcer, idet der er tale om mindre eftertragtede brands, som ikke yder tilfredsstillende omsætning, hvilket bl.a. er gældende for Soaked in Luxury, hvor der heller ikke nævnes nye tiltag vedrørende brandet. Dette er tværtimod nævnt vedrørende de andre brands. Løsningen hertil er reduktion af styles, som koncernen allerede har tænkt sig at arbejde med ved at hyre klassificerede designere m.m.

Selvom der er mange udfordringer, der er nævnt, jf. ovenfor, er koncernen bevidst om disse forhold. Nye tiltag hjælper koncernens daglige drift med effektiviseringer og hjælper dermed med en gunstig og langsigtet indtjening.

6.5. SWOT-analyse

Den nedenstående opstillede SWOT-analyse er udarbejdet med henblik på at give et overordnet overblik over koncernens interne og eksterne forhold på baggrund af foretagne analyser under den strategiske analysedel. Disse ikke-finansielle værdidrivere skal være behjælpelige med at estimere proformaregnskaber på baggrund af foretagne budgetter.

Stærke sider	Svage sider
• Risikospredning via flere sourcingkontorer i forskellige lande • 30-års kendskab indenfor sourcing • Stort udvist initiativ inden for CSR-området • Samarbejde med BSCI → målsætning, at leverandører også skal omfatte dette samarbejde • Samarbejde med DIEH → medarbejdere udvikles på DIEH's kurser og leverandører omfattes af ILO's arbejdsrettigheder • FN's Global Compact → mål af samfundsmæssigt engagement • Onlineforhandler og outlet → mindre nedskrivning • Bred brandpalet både luksus- og også mere almindelige brands • Solid it-understøttelse → omkostningsfordele, udvidelse af distribution og salgsunderstøttende forbedringer, øget kvadratmeteromsætning m.m. • Designprægede brands → svært at efterligne • Multibrandstrategi → mindsker driftsrisiko • Udbyder af kompenserende varer → produktmix • Sund ledelse → erfaringsdygtig omfattet af NASDAQ OMX – god selskabsledelse • Stærk økonomi → mindre påvirket af den økonomiske krise • Organisationsændring → selvstændige ledere performancemåling • Interne kurser → performancekultur • Prissegment → adskiller koncernen sig fra tilnærmelsesvis konkurrenter	• Bredt og dybt sortiment → oftere produktions-skift • Negativ omtale vedrørende kemikalievarer • Svagt samarbejde med leverandører • Manglende udnyttelse af multibrandstrategi • Manglende opdatering af varer → mindre eftertragtede brands • 4 til 12 årlige leveringer → "Long-to-market" → store varelagre og derfor nedskrivninger → større mulighed for at blive efterlignet • Prissegment → påvirkes af reguleret forbrug

Muligheder	Trusler
• Flytte produktionen til øvrige sourcinglande for gunstig sammensætning af faktorer som pris, kvalitet og produktion • Fusion og opkøb for store koncerner, herunder udvidelse af markedsandelen, da små aktører taber grundet høje bomuldspriser • Positiv udvikling i kendte markeder, Canada, Sverige og Norge → ekspansionsplaner • Ekspandere i Kina → sund økonomi, der implementerer EU-mode • Åbne flere butikker for at blive prioriteret af kinesiske producenter → ændre varesortimentet • Reducere styles → implementere tilhørende produkter • Optimere ordresalget • Udvikle franchise- og retailsalg → mulighed for indgåelse af nye samarbejder • Vinde markedsandele → ringere forhold for nye indtrængere • Optimere kollektionsudsvinget → oftere leverancer "Short-to-market" • Tilkøbe/udvikle nye brands	• Økonomiske redningspakker til EU-lande → reguleret forbrug • Dansk økonomi er i fare → utrygge forbrugere → lav produktivitet øget ledighed • Oversvømmelse af produktion i Kina (specielt) og andre asiatiske lande → stigning i arbejdskraft og mindre prioritering af ICC varer • Bomuldspriser • Omsætnings- og brandværditab grundet produktion af varer der indeholdt farlige kemikalier • Kundernes uforudsigelighed • Brands, der er mindre eftertragtede • Hyppig skiftende mode og købsadfærd • Nye indtrængere • Outsourcing • Prissegment → mellem- og højpris → mulighed for valg af substitutter

På baggrund af ovenstående vælges der at arbejde med 9 keydrivere, der er tiltænkt at have indflydelse på den senere udarbejdede budgettering.

Disse er fordelt på positive og negative drivere, der både kan modarbejde hinanden eller udgøre en væsentlig faktor for koncernen som én enhed:

Positiv:

- Onlinesalg, medfører både mindre outletsalg og mindre nedskrivning af varelager
- Solid it-understøttelse, bygger på omkostningsfordele, udvidelse af distribution og salgsunderstøttende forbedringer, øget kvadratmeteromsætning m.m.
- Sund ledelse, der er erfaringsdygtige og er omfattet af NASDAQ OMX – god selskabsledelse
- Organisationsændring, der er omfattet af selvstændige ledere, hvor der foretages performancemålinger
- Fokus på nedbringelse af bundne midler, det vil sige nettodriftsaktiver

Negativ:

- Long-to-market, hvor der foretages 4 til 12 årlige leveringer, hvilket betyder store varelagre og derfor nedskrivninger. Dette medfører også større mulighed for at blive efterlignet af konkurrenter
- Flere butikker, dermed større lager
- Sourcingmarkederne oplever oversvømmelse af produktion specielt i Kina og i øvrige asiatiske lande. Dette medfører stigning i arbejdskraft og mindre prioritering af ICC-varer
- Økonomisk krise medfører redningspakker til EU-lande og dermed reguleret privatforbrug

7. Regnskabsanalyse

Formålet med analysen er at vurdere finansielle drivere, som sammen med ikke-finansielle drivere skal udgøre baggrund for budgetteringen og afslutningsvis danne relevante data for værdiansættelsen af ICC.

Som tidligere beskrevet, vil analysen foretages for 3 tidligere år, hhv. 2007/2008, 2008/2009 og 2009/2010, da jeg finder det tilstrækkeligt til at kunne estimere og vurdere de fremtidige budgetår og terminalperioden. Koncernens ustabile vækst grundet den finansielle krise, som første gang gav gennemslagskraft i 2008, har dannet grundlag for min beslutning for valg af budgetperiode. Idet krisen stadig er dominerende på markedet, er der stadig tale om en usikker udvikling samt ustabil omsætningsvækst.

I afsnittet skal der foretages analyser af nøgletal i form af rentabilitetsanalyse. For at foretage analysen skal både resultatopgørelsen og balancen reformuleres.

7.1. Reformulering

Finansielle værdidrivere skal reformuleres til prognoseformål, hvor koncernens værdiskabende evne, som stammer fra to aktiviteter, henholdsvis drifts- og finansieringsaktivitet, skal opdeles. Opgaven går derfor ud på at afdække de finansielle værdidrivere for hver af disse aktiviteter. Da ingen af disse aktiviteter fremgår af de officielle regnskabsopgørelser, foretages en reklassifikation af en række poster for ikke at få en fejlagtig opfattelse af ICC's værdiskabende evne⁸¹. Driftsaktiviteten omfatter virksomhedens primære værdiskabende aktivitet, og finansieringsaktiviteten er afledt af driftsaktiviteten som en sekundær værdiskabende aktivitet. Den sidstnævnte består i at fremskaffe gæld og/eller egenkapital til finansiering af driftsaktiviteten.

På baggrund af ovenstående, er de 3 foregående historiske regnskaber gennemgået med henblik på at reklassificere poster (sekundære aktiviteter), der ikke har til formål at bidrage til koncernens værdiskabende evne.

7.1.1. Reformulering af resultatopgørelsen

Den officielle resultatopgørelse reformuleres for at kunne skelne driftens effekt fra finansieringens effekt. Ændringer, som fremkommer via den reformulerede resultatopgørelse,

⁸¹ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s.19

er primært ikke-resultatførte poster fra egenkapitalopgørelsen, som inkluderes for at skabe en opgørelse på totalindkomstbasis af både overskuddet fra driften og finansieringen, hvor årets skatteomkostninger også allokeres mellem disse.

7.1.1.1. Specifikation af omsætningen

Det vil have været hensigtsmæssigt, hvis omsætningen kunne opdeles i flere grupper for at kunne verificere hvilket marked, der bidrager størst til driftsaktiviteten. I kapitel 5 valgte jeg at operere med 3 hovedmarkeder grundet de begrænsede indhentede data. Ved fastsættelsen af omsætningen samles omsætningen igen under ét. Dermed udelukkes de underliggende omsætningsgenerering for lokale markeder og fokuset rettes mod analysen af de ikke-finansielle værdidrivere, herunder én post for omsætningen.

7.1.2. Resultatopgørelsen

I de kommende afsnit vil de vigtigste poster for resultatopgørelsen beskrives mht. de allokeringer, der er foretaget for at frembringe det retvisende billede.

7.1.2.1. Andre gevinster og tab

I den primære drift indgår fortjeneste ved salg af immaterielle og materielle aktiver i resultatopgørelsen. I og med, at fortjenesten opnås ved afhændelse af inventar, som typisk er værdiforringet, indgår saldoen ikke for opgørelsen af EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization). Saldoen burde fremgå under afskrivningerne, hvorfor denne er reformuleret i opgørelsen.

7.1.2.2. Nettotab indregnet direkte på egenkapitalen

Posten medtages under resultatopgørelsen, da disse indeholder reserver vedr. sikringsaktioner og valutakursregulering og har således ingen forbindelse til den investerede kapital i driften (reformuleringen).

7.1.2.3. Finansielle poster

De finansielle indtægter og udgifter består af poster som renter af indestående, realiseret gevinst på afledte finansielle instrumenter, valutakursgevinster- og tab samt af andre finansielle indtægter og udgifter, hvilket munder ud, at ingen af posterne er opnået gennem koncernens driftsresultat. Renter vedrører bl.a. koncernens likvider og derudover ICC's rentebærende gæld. Der indregnes dagsværdiændringer af finansielle poster, som

opfylder retningslinjerne for sikring af fremtidige cash flow, nærmere køb og salg af varer. Disse ændringer posteres direkte over egenkapitalen.

Der kan for posten dermed konkluderes, at finansielle indtægter og udgifter ikke skal fremgå som en del af det driftsmæssige resultat, hvorfor posten præsenteres efter DO (driftsoverskud fra salg efter skat).

7.1.3. Balancen

I den reformulerede balance skelnes der mellem driftsaktiver og finansielle aktiver samt driftsforpligtelser og finansielle forpligtelser. På denne måde opdeles aktiver og passiver, der relaterer sig til driften og finansieringen. Og på baggrund af det, analyseres ICC's evne til at skabe værdi fra driftsaktiviteten med udgangspunkt i den kapital, der er investeret i driften⁸².

Der er her vigtigt at definere samt introducere begreberne nettodriftsaktiver og nettofinansielle forpligtelser, da disse skal indgå i beregningen af aktien værdi – DCF-værdiansættelse.

Aktiver består af investeret kapital i driftsaktiver og driftsgæld. Definitionen herpå er ressourcer, der er under virksomhedens kontrol, som et resultat af tidligere begivenheder, og hvorfra fremtidige økonomiske fordele forventes at tilflyde virksomheden.

Forpligtelser består af gæld til realkreditinstitutter, banker mv., leverandørgæld og af afgifter til de offentlige. Forpligtelser defineres som eksisterende pligter for virksomheden opstået som resultat af tidligere begivenheder⁸³.

I de næste afsnit vil de vigtigste poster for aktiverne i balancen beskrives igen mht. de allokeringer, der er foretaget for at udvise det retvisende billede.

7.1.3.1. Finansielle anlægsaktiver

Posten indeholder deposita på 29,6 mio.kr. Depositavedrører lejemålet på Raffinaderivej og som dermed anses for at være en del af den normale driftsaktiv, er denne klassificeret under driftsaktiverne.

⁸² Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s.122-124

⁸³ Jens O. Elling: "Finansiell Rapportering", s. 207 og s. 260

7.1.3.2. Udskudte skatteaktiver

Udskudte skatteaktiver indgår for sig under andre langfristede aktiver. Da ledelsen i regnskabet har nævnt, at skatteaktiverne kan anvendes til modregning af de fremtidige overskud, *bør* denne dermed indgå under driftsaktiverne.

7.1.3.3. Andre tilgodehavender

Den finansielle del af posten, jf. noten, er placeret under opgørelsen af egenkapitalen.

Det vurderes, at der for passiverne ingen poster er, der skal reformuleres, hvorfor der ikke foretages yderligere heraf.

Ud fra de oplistede forudsætninger, er jeg nu klar til at udarbejde de reformulerede opgørelser – resultatopgørelse og balance.

7.1.4. Resultatopgørelsen – reformuleret

Som tidligere nævnt adskilles driftsresultatet, således at driftsindtægter og driftsomkostninger indgår for sig. Dette gør sig også gældende for de finansielle poster.

Tabel 7.1.4.1.: Reformuleret resultatopgørelse

<i>i mio.kr.</i>	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Nettoomsætning	3.737,2	3.621,1	3.495,3
Produktionsomkostninger	(1.478,4)	(1.464,7)	(1.370,9)
Bruttofortjeneste	2.258,8	2.156,4	2.124,4
Personaleomkostninger	(931,2)	(948,6)	(927,0)
Af- og nedskrivninger	(112,8)	(146,7)	(129,6)
Andre eksterne omkostninger	(871,0)	(909,5)	(785,2)
Driftsoverskud fra salg (før skat)	343,8	151,6	282,6
Nettotab indregnet direkte på egenkapitalen	(46,0)	(41,3)	(28,0)
Andre gevinster og tab (v. salg af anl.akt. og/eller aktier i tilk. selsk.)	5,5	10,5	-
Skat af driftsoverskud (effektiv rentesats)	(93,4)	(42,1)	(41,6)
	209,9	78,7	213,0
Andre driftsindtægter	-	-	-
	209,9	78,7	213,0
Skat på andet driftsoverskud			
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	209,9	78,7	213,0
Finansielle indtægter	13,2	31,5	13,7
Finansielle omkostninger	(45,1)	(42,3)	(18,9)
Skattefordel fra nettofinansielle omkostninger	(8,0)	(2,7)	(1,3)
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	170,0	65,2	206,5
Koncernresultat			
Minoritetsinteressernes resultatandel	5,3	7,7	6,1
Total indkomst	175,3	72,9	212,6

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af aflagte årsrapporter 2009/2010 til 2007/2008

Der er foretaget følgende ændringer ved udarbejdelsen af reformuleringen på baggrund af tidligere afsnit:

1. Andre gevinster og tab opnået ved salg af anlægsaktiver er flyttet under afskrivninger og indgår dermed ikke under opgørelsen af EBITDA.
2. Posten nettotab, der er indregnet direkte på egenkapitalen er flyttet fra egenkapitalen til resultatopgørelsen, da disse vedrører reserver for sikringsaktiver og valutakursregulering og er ikke med til at drive den investerede kapital.
3. Skatten er direkte aflæst fra de offentlige aflagte årsrapporter.
4. Finansielle omkostninger og indtægter består af renter m.m., jf. tidligere, hvorfor disse ikke er med for opgørelsen af driftsoverskuddet.

7.1.5. Balancen - reformuleret

Reformuleringen foretages med henblik på at budgettere den finansielle gearing. Balancen opdeles i driftsaktiver og -forpligtelser samt i finansieringsaktiver og -forpligtelser. Via summeringen af driftens og finansieringens komponenter opnås hhv. nettodriftsaktiver (NDA) og netto finansielle forpligtelser (NFF).

Tabel 7.1.5.1: Reformuleret balance

<i>i mio.kr.</i>	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Immaterielle anlægsaktiver	252,4	220,2	249,0
Materielle anlægsaktiver	423,9	419,1	408,4
Finansielle anlægsaktiver	149,5	164,4	135,9
Driftslikviditet*	37,4	36,0	35,0
Driftsaktiver i alt	1.837,7	1.738,5	1.709,8
Driftsforpligtelser			
Driftsgæld i alt	687,8	660,3	684,2
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	1.149,9	1.078,2	1.025,6
Netto finansielle forpligtelser			
Netto finansielle forpligtelser i alt	676,4	569,1	278,4
Egenkapital u. min.	459,6	495,2	733,3
Minoritetsinteresser	13,9	13,9	13,9
Egenkapital m. min.	473,5	509,1	747,2
*Beregnet som 1% af nettoomsætningen			

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af aflagte årsrapporter 2009/2010 til 2007/2008

Der er foretaget følgende ændringer under udarbejdelsen af reformuleringen på baggrund af tidligere afsnit:

1. Finansielle aktiver består af gevinst på finansielle kontakter, hvilket er reklassificeret fra andre tilgodehavender, idet posten er vurderet for at være et finansielt aktiv og ikke et driftsaktiv. Andre tilgodehavender indgår under nettodriftsaktiverne.

2. Udskudt skatteaktiv grupperes under finansielle anlægsaktiver, idet ledelsen i noten for posten nævner, at beløbet kan anvende til modregning af fremtidige driftsoverskud.
3. Driftslikviditeten er beregnet som 1% af omsætningen.

7.2. Rentabilitetsanalyse

Analysen foretages med det formål at tydeliggøre de finansielle værdidrivere (bilag 7), der har været afgørende for den historiske værdiskabelse. Rentabilitetsanalysen, med analyse af væksten samt af reformuleringen, vil danne baggrund for estimeringen af den fremtidige økonomiske udvikling⁸⁴.

Selve analysen baseres på DuPont-pyramiden, der viser, hvordan egenkapitalens forrentning bliver dekomponeret i tre niveauer. Denne struktur er skitseret, jf. nedenfor, hvilket følges i analyse af nøgletal i ICC fra 2007/2008-2009/2010:

Modellen tager udgangspunkt i egenkapitalens forrentning (ROE), som viser fremgangen i egenkapitalens værdi opnået i perioden som resultat af virksomhedens værdiskabende aktiviteter i forhold til værdien af den kapital, som ejerne har investeret i virksomheden i den tilsvarende periode. Nærmere beskrevet vil ROE give udtryk for ICC's indtjening for hver krone, aktionærerne investerer. Derefter skal underliggende drivere, som er underopdelt i finansielle og driftsmæssige, analyseres.

ROE kan dekomponeres i dele. Den første er den driftsmæssige værdidriver på netto driftsaktiverne - Afkastningsgrad (ROIC), som viser, hvor godt ICC evner at udnytte den kapital, der er investeret i driftsaktiver. Anden del er den finansielle gearing (FGEAR) samt forskellen mellem afkastningsgraden og nettolånerenten (SPREAD). ROIC kan forbedres ved enten at øge OG, dvs. øge overskuddet, der opnås per krone, der omsættes for eller ved at øge AOH.

Den finansielle værdidriver, FGEAR, måler ICC's gældsratio. Det vil sige at hvis FGEAR er større end 1 ($FGEAR > 1$), har ICC mere gæld end kapital og omvendt.

For at skabe et overblik over værdidriverne, har jeg valgt at samle alle nøgletallene i en tabel.

⁸⁴ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse", s.26

Tabel 7.2.1: Rentabilitetsanalyse

	2007/2008	2008/2009	2009/2010
Omsætningsvækst i alt	N/A	-3,2%	-3,6%
Bruttomargin	60,4%	59,6%	60,8%
EBITDA-margin	12,4%	8,5%	11,8%
EBIT-margin	9,3%	4,5%	8,1%
EBIT-vækst	N/A	-47,9%	180,6%
ROE	33,7%	14,8%	33,8%
ROIC	17,5%	6,9%	20,4%
OG	5,4%	2,1%	6,1%
1/AOH (immaterielle aktiver)	0,068	0,061	0,071
1/AOH (materielle aktiver)	0,113	0,116	0,117
1/AOH (varebeholdninger)	0,142	0,121	0,123
1/AOH (tilgodehavender fra salg)	0,079	0,071	0,075
1/AOH (andre tilgodehavender)	0,034	0,042	0,046
1/AOH (varekreditorer)	0,084	0,081	0,102
1/AOH (anden gæld)	0,074	0,069	0,075
FGEAR	1,22	1,27	0,67
r	4,72%	1,73%	1,23%
SPREAD	12,78%	5,20%	19,20%

Kilde: Egen tilvirkning på baggrund af aflagte årsrapporter 2009/2010 til 2007/2008

7.2.1. Omsætningsmarginer

7.2.1.1. Omsætning

Udover den opstillede tabel udviser koncernens årsrapport også nøgletallene samt andre relevante tal for udviklingen.

ICC har formået at skabe en fornuftig omsætningsudvikling fra 2005/2006 til 2007/2008. 2009/2008 var det 1. år, hvor regnskabet udviste en negativ udvikling, der beroede på den finansielle krise, som bl.a. har medført konkurser. Selvom koncernen endnu en gang præsenterer nedgang for omsætningen i regnskabsåret 2009/2010, afslører 3. kvartalsmeddelelsen, at der er håb om at vende retning mod positive resultater. Dette fremkommer også via det øgede ordreoptag på vinterkollektionen, jf. ledelsesberetningen for 2009/2010, hvor 4. kvartal har haft en større indflydelse på den samlede omsætning for regnskabsåret. Dette skyldes bl.a. også forbedret bruttomargin som følge af optimeret vareforbrug gennem Point of Sale IT-System.

Mens markederne Danmark, øvrige Europa samt øvrige Verden er gået tilbage med i alt 13%, har der været fremgang i Sverige, Norge, Beneluxlandene, Østeuropa, Rusland og

Centraleuropa ligeledes med 13%⁸⁵. Årsagen hertil er koncernens nye vækstinitiativer og den fastlagte strategi for at kunne stå stærkere på markederne, der jævnlig opdateres.

På baggrund af ledelsesberetningen, resultatet af 4. kvartal samt 3. kvartalsmeddelelsen, kan der konkluderes, at der er store ekspansionsplaner i vente, hvor koncernen fokuserer på at etablere franchise- og retailbutikker på eksisterende markeder. Desuden er der også stor fokus på at øge engrossalget via udfærdiget ordreforslag, lempeligere kreditforhold og nye leveringsmønstre.

Endvidere forventes preorder-salget at blive effektiviseret bl.a. via det nye it-system og nye forretningsprocesser, der skal være behjælpelig med at styre lager- og ordresystemet og på den måde effektivisere lagerpluk og dermed hurtigere levering af varer i sæson. Hertil estimeres der med et investeringsniveau mellem 130-150 mio.kr.

Vækstmålene – regulerede kapacitetsomkostninger, bedre og effektivt kundeloyalitetsprogram, visionen om at kunne være den bedste modemærkeudvikler, forbedringer – der skal foretages i dele af koncernen, er nogle af fundamentene for at opbygge den fremtidige vækst.

7.2.1.2. Bruttofortjeneste og vareforbrug

I forhold til omsætningen har bruttomarginen haft et mindre fald på 0,3% i hele analyseperioden, idet vareforbruget også udviste fald samtidig med udviklingen i nettoomsætningen. Jf. 3. kvartalsmeddelelsen, er bruttomarginen på 59,7% i rullende 12 måneder, svarende til et fald på 1,1%, hvor udviklingen skyldes tilbagegang i same-store-salget. Dog tyder den forbedrede organisationsstruktur på at øge salget, idet koncernen har opbygget strukturen ud fra en performancekultur, som den enkelte medarbejder vil blive målt på.

Den opbyggede fundament for vækst bærer frugt, jf. meddelelsen, hvor 10 ud af 11 brands viser vækst samtidig med koncernens markeder, der ligeledes også er vækstet⁸⁶.

⁸⁵ Årsrapport: 2009/2010, s. 42

⁸⁶ 3. kvartalsmeddelelsen, s. 5

Det forbedrede lagersystem hjælper ikke kun med en øget lageromsætningshastighed og færre lagernedskrivninger, men mindsker også outletsalg på langt sigt. Dog viser 3. kvartalsmeddelelsen, at outletsalget er steget siden sidste år.

7.2.1.3. EBITDA og EBIT

Både EBIT og EBITDA er blevet forbedret efter faldet i 2008/2009 igen grundet finanskrisen. I 2008/2009 havde koncernen ikke fokus på omkostningerne, og havde derfor en lavere omsætning forbundet med stigende omkostninger, hvilket resulterede i forringede EBITDA og EBIT. Efter en række effektiviseringer via de regulerede antal medarbejdere, har koncernen igen formået at styre omkostningerne i takt med omsætningen⁸⁷. Kvartalsmeddelelsen oplyser, at begge nøgletal er en smule faldende, hvilket kan årsagsforklares via koncernens investeringer, bl.a. inden for forbedret it-udstyr – Point of Sale IT-System.

7.2.1.4. ROIC

Nøgletallet Return On Invested Capital - også kaldet afkastningsgraden (AG) - er steget i den totale analyseperiode, mens den har haft et drastisk fald i 2007/2008 som følge af, at koncernen ikke kunne opretholde samme forrentning på driftsaktiverne som tidligere år. Dette er blevet forbedret grundet de faldende driftsaktiver, hvilket hovedsageligt skyldes den reducerede varebeholdning. Som tidligere nævnt, har ICC haft fokus på beholdningen for at kunne opnå mindre nedskrivninger og dermed øge lageromsætningshastigheden. Efter implementeringen it-systemet, forventes denne post at udgøre en mindre del af de samlede netto-driftsaktiver.

De underliggende komponenter for beregning af ROIC, er OG (overskudsgrad) og AOH (aktivernes omsætningshastighed) – (mere herom i næste afsnit). Dog kan nøgletallet stadig agere selvstændigt, hvor der heraf dannes baggrund for den historiske udvikling.

Det kan derfor konkluderes, at ICC igen er profitabel til at udnytte sine ressourcer.

Nøgletallets stigning fastholdes også i budgetperioden, idet der, jf. afsnit 6.5, blev introduceret for ICC's fokus på nedbringelse af gælden. I perioden for regnskabsanalysen har nøgletallet udvist store udsving, idet gælden blev nedbragt væsentligt i 2008/2009 i for-

⁸⁷ E-artikel: Business. Børsnyt: ICC fyrer 140 ansatte

hold til 2007/2008, hvilket hovedsageligt skyldtes leverandørgælden. Posten er igen steget i 2009/2010, hvorfor ROIC har nogenlunde udgjort samme niveau som før krisen.

7.2.1.5. OG og AOH

Som tidligere introduceret, er OG og AOH delkomponenterne for udviklingen på egenkapitalens forrentning (ROIC). Efter det styrtdykkende fald i krisetiden, har OG igen en positiv udvikling, der er højere end før krisen startede. Dette betyder, at der er opnået et tilfredsstillende overskud i forhold til én kroners salg opnået gennem virksomhedens driftsaktivitet. Overskudsgraden består udelukkende af koncernens kerneaktiviteter, da der ikke er tale om ekstraordinære indtægter i koncernen, jf. de historiske regnskaber, hvilket er positivt. På baggrund af tidligere beskrevne (afsnit 6.2.3) skyldes den positive udvikling reduktion af omkostninger, der blev tilpasset i forhold til den realiserede omsætning.

Som det blev påpeget under udviklingen for omsætningen, har koncernen en del ekspansionsplaner, hvilket betyder øget salg i fremtiden.

AOH måler hvor meget nettodriftsaktivet består af i forhold til omsætningen, jf. den opstillede tabel for nøgletalsanalysen. Det fremgår, at AOH er steget med 0,012, hvilket er negativt, idet koncernen har bundet flere penge i aktiverne. Ved en detaljeret gennemgang af aktiverne, har det vist sig, at den primære årsag hertil er immaterielle anlægsaktiver, herunder goodwill, som er steget med 15,5 mio.kr. siden sidste år, grundet udviklingen af det nye it-system. Systemet skal være behjælpelig med håndteringen af lageret på baggrund af pålidelige retail data.

Udover varebeholdningen er gæld til kreditorerne også steget markant. Den stabile post udgør 0,102 mod 0,084 i 2007/2008. Udviklingen beror på øgede kreditordage, der bevirker i, at koncernen kan vælge at udskyde betalingerne.

Balanceposterne anden gæld og tilgodehavender fra salg og tjenesteydelser er på niveau med de 2 tidligere regnskabsår samtidig med øget tilgodehavender, hvor periodeafgrænsningsposterne er opvejende, mens andre tilgodehavender har været faldende grundet købsvaluta. Stigningen vedr. periodeafgrænsningsposten årsagsforklares ud fra periodiserede kollektionsprøver, reklamematerialer og huslejer, hvor ICC har reduceret styles

for at udvikle kollektionen. Som følge af ekspansionerne, har det også medført øget salgsfremmende omkostninger. Endvidere steg varebeholdningen også, jf. tidligere afsnit.

7.2.1.6. Finansiell gearing (FGEAR)

Den finansielle gearing, bestående af netto finansielle forpligtelser (NFF) divideret med egenkapitalen, er faldet med 0,54, jf. de historiske regnskaber, og udgør 0,67 pr. 30. juni 2010.

Koncernen har udvist engagement for at nedbringe den rentebærende gæld for at have incitament for at opnå en gunstig udvikling i aktiekursen, hvilket allerede er opnået, jf. regnskabet 2009/2010. Der har fortsat fokus på at nedbringe gælden yderligere og estimerer med, at den skal udgøre 0 kr. inden for den nærmeste fremtid. Gælden nedbringes via den positive cash flow fra driften.

Der er her vigtigt at nævne, at FGEAR sammen med SPREAD også får indflydelse på udviklingen af ROE ligesom ROIC.

7.2.1.7. SPREAD og r

Nøgletallet opstår via forskellen mellem r og ROIC, hvor r udregnes ved at dividere netto finansielle omkostninger (før skat) med gennemsnitlige NFF. Nøgletallet beregner renten, som koncernen kan låne til i banken. R er faldet, hvilket er positivt, idet koncernen kan optage lån, hvor der er færre renteomkostninger.

Såfremt der er tale om positivt SPREAD, giver det udtryk for, at ROIC har overgået forventningerne overfor aktionærerne, hvor den giver højere afkast for den investerede kapital. Nøgletallet udgør 19% og er steget med ca. 7% efter faldet i kriseperioden, grundet den lave ROIC, jf. tidligere.

7.2.2. ROE

Jf. den illustrerede Dupont-Pyramide, fremgik det, at ROE bestod af ROIC+finansiell gearing (FGEAR) og SPREAD, der således er afhængig af afkastet, som koncernen har opnået på investeringerne.

Såfremt der ikke er nogen finansielle forpligtelser i virksomheden, hvilket koncernen er ivrig efter at opnå, vil ROIC vær lig ROE, dvs. afkastet på egenkapitalen vil være lig afkastet på den investerede kapital.

Forrentningen på egenkapitalen er steget i regnskabsårene efter faldet i 2008/2009, jf. tidligere beskrevne. Forretningen er positiv og skyldes de underliggende komponenter, som primært er opnået gennem faldende FGEAR.

7.3. Delkonklusion - Regnskabsanalyse

Ud fra de gennemgåede regnskaber for 3 foregående år, har jeg nu dannet mig et overblik over koncernens finansielle værdidrivere.

Finanskrisen har ramt koncernen hårdt. Den har resulteret i negative resultater og har herudover bevirket i faldende omsætning, herunder bruttofortjeneste samtidig med stigende omkostninger, idet koncernen ikke har reguleret disse i takt med krisen.

Krisen har også haft sine fordele, idet koncernen har gennemført en række strategiske tiltag, tilpasset medarbejderstaben og ændret organisationsstrukturen for at stå stærkere på markedet. Disse initiativer har bl.a. medført en gunstig udvikling, jf. kvartalsmeddelelsen. Der fortsættes med samme forudsætninger, da disse skal danne grundlag for de fremtidige vækstinitiativer, hvilket også afspejles af koncernens nøgletal, der er beregnet ud fra reformulerede opgørelser på baggrund af historiske regnskaber.

Den positive cash flow er anvendt fornuftigt. Det har været med til at nedbringe den rentebærende gæld. OG er højere end 2007/2008, dvs. højere end den var før krisen ramte koncernen samtidig med den eksplosive vækst på SPREAD'et, som skaber et essentielt grundlag for nuværende og fremtidige aktionærs investeringer i ICC. Dette medfører også et sundt og positivt afkast (ROE), hvilket styrkes yderligere med koncernens udvidede strategiplaner.

På samme måde som strategisk analyse vælges der at arbejde med keydrivere, der har stor betydning for budgetteringen.

Disse er igen fordelt på positive og negative forhold, jf. nedenfor:

Positiv:

- Stabil bruttomargin, idet vareforbruget til enhver tid vil følge stigningen i omsætningen
- Regulerede bundne midler, idet der er fokus på nedbringelse af nettodriftsaktiver og finansielle forpligtelser
- Positiv EBITDA-margin i 2009/2010
- Stigende ROIC som følge af reguleringen i de bundne midler

Negativ:

- Negativ udvikling i omsætningen (positiv udvikling, jf. 3. kvartalsmeddelelsen)

8. Budgettering

På baggrund af den opstillede strategiske analyse samt regnskabsanalyse, jf. foregående, hvor både ikke-finansielle og finansielle værdidrivere er blevet analyseret, er jeg nu i stand til at udarbejde budgetteringen for koncernen, der også skal indeholde en terminalperiode.

Mens dette og mange andre strategiske overvejelser har været med til at udfærdige en SWOT-analyse for at skabe det overordnede overblik, har regnskabsanalysen være behjælpelig med at identificere drivere. Begge er med til at understøtte fremtidsudsigterne, som skal hjælpe med opstilling af budget og forecast.

Jeg vil operere med en 5-årig budgetperiode. Grundlaget for mit valg herfor er bl.a. den skiftende modetrend. Den varierende kundefærd og kvindernes magt på beklædningsbranchen har en stor indflydelse på virksomhedernes, og herunder også ICC's, vækstpotentiale. Det påvirker små forhandlere, som store koncerner, hvor produktets type først smagsprøves af kvinder og såfremt, at produktet hitter, hedder det mode. Jf. den strategiske analyse vurderes det, at ICC også er omfattet af ovenstående forhold, hvorfor en 5-årig budgetperiode findes rimelig. Den 3-årige periode findes endvidere tilstrækkeligt for en fremtidig udvikling. I terminalperioden er der estimeret med en årlig vækst på 3% (nærmere herom i næste kapitel).

8.1. Resultatopgørelsen – Budgettering

Jeg har udarbejdet budgettering af resultatopgørelsen, jf. nedenfor, hvor jeg i det følgende tager udgangspunkt i det nedenstående opstillede "Budgetteret resultatopgørelse". Efterfølgende har jeg fastsat forudsætninger for mine anvendte budgettal.

Tabel 8.1.1: Budgetteret resultatopgørelse

<i>i mio.kr.</i>	2009/2010	2010/2011E	2011/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	Terminalperiode 2015/2016E
Nettoomsætning	3.495,3	3.949,7	4.226,2	4.522,0	4.838,5	5.177,2	5.332,6
Produktionsomkostninger	(1.370,9)	(1.579,9)	(1.690,5)	(1.808,8)	(1.935,4)	(2.070,9)	(2.133,0)
Bruttofortjeneste	2.124,4	2.369,8	2.535,7	2.713,2	2.903,1	3.106,3	3.199,5
Personaleomkostninger	(927,0)	(1.026,9)	(1.098,8)	(1.175,7)	(1.258,0)	(1.346,1)	(1.386,5)
Af- og nedskrivninger	(129,6)	(158,0)	(169,0)	(180,9)	(193,5)	(207,1)	(213,3)
Andre eksterne omkostninger	(785,2)	(868,9)	(929,8)	(994,8)	(1.064,5)	(1.139,0)	(1.173,2)
Driftsoverskud fra salg (før skat)	282,6	316,0	338,1	361,8	387,1	414,2	426,6
Nettotab indregnet direkte på egenkapitalen	(28,0)	-	-	-	-	-	-
Andre gevinster og tab (v. salg af anl. akt. og/ el. aktier i tilk. selsk.)	-	-	-	-	-	-	-
Skat af driftsoverskud (effektiv rentesats)	(41,6)	(69,5)	(74,4)	(79,6)	(85,2)	(91,1)	(93,9)
	213,0	246,5	263,7	282,2	301,9	323,1	332,8
Andre driftsindtægter	-	9,5	-	-	-	-	-
	213,0	256,0	263,7	282,2	301,9	323,1	332,8
Skat på andet driftsoverskud		(2,4)					
Driftsoverskud fra salg (efter skat)	213,0	253,6	263,7	282,2	301,9	323,1	332,8
Finansielle indtægter	13,7	4,6	5,0	5,3	5,7	6,1	6,3
Finansielle omkostninger	(18,9)	(23,7)	(25,4)	(27,1)	(29,0)	(31,1)	(32,0)
Skattefordel fra nettofinansielle omkostninger	(1,3)	(4,8)	(5,1)	(5,5)	(5,8)	(6,2)	(6,4)
Netto finansielle omkostninger (efter skat)	206,5	229,8	238,2	254,9	272,8	291,9	300,6
Koncernresultat							
Minoritetsinteressernes resultatandel	6,1	3,3	4,1	5,2	6,4	8,1	10,1
Total indkomst	212,6	233,1	242,3	260,1	279,2	299,9	310,7

Kilde: Egen tilvirkning ud fra historiske regnskaber og foretagne analyser i denne opgave

8.1.1. Omsætningsvækst

Koncernen har ikke valgt at nævne en specifik udviklingsrate for omsætningen, jf. strategiske. Det fremgik af regnskabsanalysen, at koncernen havde realiseret negativ omsætningsvækst i de 2 seneste år.

3. kvartalsmeddelelsen introducerer aktionærerne i en positiv vækst, hvorfor der tages udgangspunkt i denne.

Det skandinaviske marked klarer sig generelt godt på nær Danmark. Økonomien i landet lider stadig af utrygge forbrugere, der vil være med til at forværre indtjeningen hos ICC, da en mindre andel af forbrugere gerne vil investere i tøj fra midt- og højprissegmentet i forhold til før.

Den dårlige omtale i medierne omkring farlige kemikalier kan medføre ændret forbrugertillid. Stigningen på bomuldspriserne effektuerer i en ændret prisstrategi. Den vedvarende økonomiske krise har stadig magten over de fleste europæiske lande, mens der i Østeuropa og i resten af Verden kan være fortsat mulighed for både markedspenetrering og -udvikling, jf. tidligere omtalte. Dette kan specielt have betydning for den fremtidige budgettering, hvor det forventes, at omsætningen i 2011/2012 frem til 2014/2015 (7%) ikke vil stige med en lige så høj rate som i 2010/2011 (13%) bl.a. på baggrund af 3. kvartalsmeddelelsen og koncernens forventninger.

- Udvidede clustering strategi, herunder ekspansionsplaner, er et stærkt grundlag for en fremtidig vækst i andre markeder, hvor etablerede butikker i 2009/2010 alene bidrog med en positiv indtjening på 86 mio.kr.
- Ikke nok med det, er der som tidligere beskrevet også stort fokus på andre distributionskanaler, hvilket yderligere er udvidet med onlinesalget.
- Samtlige brands lanceres via koncernens særskilte etablerede webpages.
- Ændret organisationsstruktur, hvor den enkelte brandleder skal kunne måles på performanceniveau.
- Øget kundeloyalitet gennem Point of Sale IT-System, der bliver færdigudviklet og etableret i det første halvår af 2010/2011.
- Fælles platform, som afdækker fleste ensartede services for brands.

Og mange andre tilførsler opvejer den udvidede aflagte strategi og medfører øget omsætning i fremtiden.

Endvidere har koncernen også genereret andre driftsindtægter, jf. 3. kvartalsmeddelelsen på 9,5 mio.kr. Ledelsen har ikke omtalt denne indtjening i regnskabsmeddelelsen, hvorfor samme niveau fastholdes i 2010/2011, mens der i 2011/2012 frem til 2014/2015 ikke opereres med en lignende indtægt. Dette beror på, at jeg ikke kan estimere ud fra en ikke-kerneaktivitet, der ikke er omtalt fra ledelsens side.

8.1.2. Bruttomargin

Evnen til at kunne levere den rette mængde varer skal kunne efterleves gennem Point of Sale IT-System, hvilket får indflydelse på en effektiv lagerstyring. Dette vil herudover stige i takt med den øgede omsætning. Systemet skal kunne danne grundlag for en gunstig styring af vareforbruget, idet der kan indhentes pålidelige data via dette. Der er, som tidligere omtalt også stort fokus på samtlige distributionskanaler. Dog specielt engros, herunder preorder, franchise og retail, hvilket alle skal styrkes gennem færdige ordreforslag, lempet kredit samt øget franchise- og retailbutikker gennem de påtænkte ekspansionsplaner i de eksisterende markeder.

Alt i alt forventes det, at vareforbruget vil stige i takt med udviklingen for omsætningen, hvorfor bruttomarginen i alle 5 budgetår og i terminalperioden vil udgøre 60%. Dette er endvidere fastlagt på baggrund af regnskabsanalysen.

8.1.3. Omkostninger

Til trods for ledelsens forventninger om at mindske kapacitetsomkostningerne ved hjælp af den foretagne omstrukturering, som kommer til at være behjælpelig med bedre udnyttelse af ressourcer, forventes det stadigvæk, at kapacitetsomkostninger af omsætningen vil udgøre hhv. 22% for andre eksterne omkostninger, 26% for personaleomkostninger og 4% for afskrivninger. Som tidligere nævnt, vil markedsomkostningerne mindskes, idet der er indført onlinesalg for samtlige brands. Dog reguleres denne forudsætning grundet ekspansionsplanerne, der vil medføre en række PR og dermed salgsfremmende omkostninger. På baggrund af det, vurderes omkostningernes andel ud fra omsætningen. Historisk set har de nævnte kapacitetsomkostninger udgjort disse andele af omsætningen.

8.1.4. EBITDA- og EBIT-margin

Forskellen mellem komponenterne er afskrivninger og amortiseringer, hvor koncernen ingen amortiseringer har haft, jf. historiske regnskaber. Historisk set har goodwill gennemsnitligt udgjort 190,4 mio.kr., hvor der ikke er foretaget nedskrivninger herpå. Idet posten vedr. virksomhedssammenslutningerne med Tiger of Sweden, Peak Performance AB og Norway samt Saint Tropez, hvor alle har en gunstig udvikling, estimeres der ikke med evt. nedskrivninger heraf.

Jeg fastholder stadig en EBITDA- og EBIT-margin, der er på størrelse med sidste år på baggrund af ovenstående forklarede udvikling for omsætning og omkostninger, dvs. 12,0% for EBITDA-margin og 8,2 for EBIT-margin 2010/2011, mens disse i de 2 andre budgetår vil udgøre hhv. 12% og 8,1% igen grundet markedsforholdene for generering af omsætning. I terminalperioden vil EBITDA-marginen holdes nede på 10%, mens EBIT-margin igen vil udgøre 8%.

8.1.5. Finansielle indtægter

Det er svært at fastsætte denne post, som primært består af realiserede gevinster på afledte finansielle instrumenter. Sidste år blev posten positivt påvirket af en rentegodtgørelse på 8 mio.kr. i forbindelse med afgørelsen af to tyske skattesager. Taget gennemsnitsniveauet for posten i betragtning samtidig med 3. kvartalsmeddelelsen udover rentegodtgørelsen fra sidste år, vurderes det, at posten fastsættes ud fra gæld til kreditinstitutter og likvide beholdninger. Historisk set har disse udgjort gennemsnitligt 20% og 6% for hhv. finansielle indtægter og omkostninger.

8.1.6. Finansielle omkostninger

Historisk set har denne post udgjort ca. 6% af samlede kortfristede og langfristede gæld, hvilket der også estimeres med i budgetperioden.

8.1.7. Skattesats

Den gennemsnitlige effektive rentesats udgør 22% i perioden for regnskabsanalysen, hvorfor samme rentesats er anvendt i budgetteringen. Endvidere har jeg beregnet rentefordelen for finansielle poster og indregnet denne også.

8.1.8. Minoritetsinteresser

Koncernen har pr. 30. juni 2010 to minoritetsinteresser, bestående af Designers Remix Collection og By Malene Birger. I det nye finansår vælger ICC at købe Malene Birger ud, hvor designeren sælger sin resterende andel på 49% til koncernen. Dermed opereres der fremtidigt med kun én minoritetsinteresse i den budgetterede resultatopgørelse. Herudover forventes det, at brandet Designers Remix stiger til 3,3% i 2010/2011, som følge af 3. kvartalsmeddelelsen, mens den vil stige med 25% om året i de 5 andre budgetår og i terminalperioden, grundet den ledelsesmæssige fokus og ændret organisationsstruktur.

8.2. Balance - Budgettering

Der er herudover foretaget budgettering af balancen. Samt beskrivelse af forudsætninger efterfølgende.

Tabel 8.2.1: Budgetteret balance

<i>i mio.kr.</i>						Terminal- periode 2013/ 2014E
	2010/ 2011E	2011/ 2012E	2012/ 2013E	2013/ 2014E	2014/ 2015E	
Driftsaktiver						
Goodwill	203,0	203,0	203,0	203,0	203,0	203,0
Software- og IT systemer	25,7	30,8	37,0	44,4	53,3	63,9
Varemærkerettigheder	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Lejerettigheder	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,0
Itsystemer under udvikling	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6	13,6
Immaterielle anlægsaktiver	260,4	265,5	271,7	279,1	288,0	298,6
Grunde og bygninger	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5	161,5
Indretning af lejede lokaler	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0	120,0
Driftsmateriel og inventar	106,9	106,9	106,9	106,9	106,9	106,9
Materielle aktiver under opførelse	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5
Materielle anlægsaktiver	395,9	395,9	395,9	395,9	395,9	395,9
Finansielle aktiver	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0	36,0
Udskudte skatteaktiver	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9	99,9
Finansielle anlægsaktiver	135,9	135,9	135,9	135,9	135,9	135,9
Varebeholdninger	484,4	518,3	554,6	593,4	635,0	654,0
Tilgodehavender fra salg	335,7	359,2	384,4	411,3	440,1	453,3
Tilgodehavende selskabsskat	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2	30,2
Andre tilgodehavender	39,5	42,3	45,2	48,4	51,8	53,3
Periodeafgrænsningsposter	104,7	104,7	104,7	104,7	104,7	104,7
Driftslikviditet*	39,5	42,3	45,2	48,4	51,8	53,3
Driftsaktiver i alt	1.826,2	1.894,3	1.967,8	2.047,3	2.133,3	2.179,3
Driftsforpligtelser						
Udskudte skatteforpligtelser	47,5	47,5	47,5	47,5	47,5	47,5
Pensionsforpligtelser	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Leverandør varer og tjenesteydelser	395,0	422,6	452,2	483,9	517,7	533,3
Selskabsskat	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3	12,3
Anden gæld	395,0	422,6	452,2	483,9	517,7	533,3
Andre hensatte forpligtelser	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2	2,2
Driftsgæld i alt	858,8	914,1	973,3	1.036,6	1.104,3	1.135,4
Netto driftsaktiver (investeret kapital)	967,4	980,2	994,5	1.010,7	1.028,9	1.043,8
Netto finansielle forpligtelser						
Gæld til kreditinstitutter	237,0	253,6	271,3	290,3	310,6	320,0
Likvide beholdninger	(37,7)	(40,5)	(43,4)	(46,6)	(50,0)	(51,5)
Netto finansielle forpligtelser i alt	199,3	213,1	227,9	243,7	260,7	268,4
Egenkapital u. min.	754,2	753,2	752,7	753,0	754,3	761,5
Minoritetsinteresser	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9	13,9
Egenkapital m. min.	768,1	767,1	766,6	766,9	768,2	775,4

*Beregnet som 1% af nettoomsætningen

Kilde: Egen tilvirkning ud fra historiske regnskaber og foretagne analyser i denne opgave

8.2.1. Investeret kapital/nettodriftsaktiver

På baggrund af foregående analyser estimeres der med, at aktivernes omsætningshastighed (arbejdskapitalen) skal udgøre 26% af omsætningen over budgetperioden, som er vurderet ud fra de historiske regnskaber. Samtidig med at omsætningen forventes at stige i budgetperioden, giver dette anledning til bl.a. øget varebeholdninger, idet aktiviteten stiger. Herudover medfører det også stigning i for eksempel tilgodehavender fra varer

og tjenesteydelser, da koncernen arbejder på at øge salget via distributionskanaler, der skal indebære lempelige kreditforhold, jf. afsnittet for bruttomarginen. Dette antages i modsætning til koncernens ønske om reduceret varebeholdning, tilgodehavender samt kortfristede aktiver, som følge af ekspansionsplaner og parametrene størrelse, jf. kvartalsmeddelelsen.

8.2.2. Immaterielle anlægsaktiver

Som tidligere introduceret har goodwill gennemsnitligt udgjort 190,1 mio.kr., hvor den i 2009/2010 udgør 194,3 mio.kr., dvs. 78% af posten for immaterielle anlægsaktiver. Herudover består posten af software og it-systemer, varmærkerettigheder, lejerettigheder og it-systemer under udvikling. Goodwill er steget til 203,0 mio.kr., jf. kvartalsmeddelelsen, hvilket primært skyldes kursregulering af goodwill i det svenske selskab. Der estimeres med nogenlunde samme størrelse for 2011/2012 frem til 2014/2015, idet indtjeningen igen vil være præget af kursreguleringer grundet markedet usikkerhed.

På baggrund af den af ledelsen foretagne beslutninger for udvikling af it-systemer, jf. tidligere, forventes det, at posten software og it-systemer vil stige med 15-20% i 2010/2011. Den samme rate fastholdes i restbudgetårene, idet det forventes, at koncernen skal have en konstant udvikling af it-systemerne for at kunne efterleve en gunstig styring og igen på baggrund af kvartalsmeddelelsen.

Resterende poster forventes at ligge på samme niveau i budgetperioden, som historisk set har ligget på niveau med historiske regnskaber på nær it-systemer under udvikling. Dette estimeres med et niveau svarende til 2009/2010, jf. ovenstående beskrevne vedr. systemer, hvor koncernen er tvunget til at udvikle disse.

8.2.3. Materielle anlægsaktiver

I lighed med finansåret, viser det sig, at koncernen stadig er interesseret i at ekspandere på markeder, hvorfor der for budgetårene estimeres med et tilsvarende niveau for indretning af lejede lokaler på samme niveau som for 2009/2010, mens grunde og bygninger vil forblive uændret.

Da der ikke er tilstrækkelige oplysninger tilgængelig for de resterende poster, at hente i regnskabet, estimeres der med samme niveauer som for 2009/2010.

Afskrivninger beregnes på baggrund af andelen af omsætningen, jf. tidligere, hvilket skyldes udviklingen på it-systemer, indretning af lejede lokaler m.m., jf. ovenfor.

8.2.4. Finansielle anlægsaktiver

Da der ikke foreligger tilstrækkelig grundlag (evt. udtalelser fra ledelsens side) for fastsættelse af niveauet for begge poster, herunder udskudt skat og finansielle aktiver, fastholdes samme niveauer i budgetårene som for regnskabsåret 2009/2010.

8.2.5. Arbejdskapital

8.2.5.1. Varebeholdninger

Beholdningen for varerne skal stige i takt med stigningen i omsætningen, jf. det tidligere nævnte. Dog får det nye it-system også indflydelse på lagerstyringen, hvilket på langt sigt vil effektuere i en mindsket beholdning. Dermed estimeres der med en varebeholdning i år 2010/2011, der udgør 13% af omsætningen på baggrund af historiske data og kvartalsmeddelelsen, mens den vil have en faldende tendens i 2011/2012 (7%) og frem til 2014/2015 (7%). Endvidere vil den herudover medføre mindsket lagernedskrivning.

8.2.5.2. Tilgodehavender fra salg

Forbedret kreditforhold, færdigudarbejdede modeller til ordreforslag, realistiske data indhentet på baggrund af det nye it-system mv., vil have en essentiel betydning for balancen. Dog er der stadig tale om et usikkert marked, hvorfor foretagne implementeringer for at mindske bundne midler først kan gavne på langt sigt. Hermed estimeres der med en stigning på 8,5% i budgetårene grundet øget aktivitet.

8.2.5.3. Andre tilgodehavender

Denne post beregnes ud fra de historiske regnskaber, idet der ikke foreligger oplysninger vedr. posten, jf. ledelsesberetningen eller kvartalsmeddelelsen. Ud fra koncernens planer om at mindske bundne midler, fastsættes andre tilgodehavender på baggrund af omsætningen. Den skal udgøre 1% af omsætningen i budgetårene.

8.2.5.4. Varekreditorer

Som følge af ændrede (forlængede) kreditordage estimeres der med øget kreditorgæld svarende til en stigning på årligt 10%.

8.2.5.5. Anden gæld

Posten er steget eksplosivt, jf. 3 kvartalsmeddelelsen, hvor den udgør 393,4 mio.kr. Stigningen skyldes hovedsagligt merværdiafgiften kombineret med ikke-realiserede tab på finansielle kontrakter. Der foreligger ikke nødvendige oplysninger herom, hvorfor posten fastsættes ud fra omsætningen, hvor den skal udgøre 10% heraf i alle budgetårene, jf. de historiske regnskaber.

8.2.6. Nettofinansielle forpligtelser

Ledelsen arbejder på at nedbringe gæld til kreditinstitutterne, hvilket har medført et betydeligt fald i regnskabsåret for 2009/2010, der udgør 6% af omsætningen. Idet ledelsen fortsat har fokus på forpligtelserne, estimeres der dermed med samme størrelse i alle budgetår.

8.3. Delkonklusion - Budgettering

Budgetteringen er nu behjælpelig med at foretage værdiansættelse af koncernen, hvor kapitlet beskriver den fremtidige økonomiske udvikling for ICC.

Den beskrivende del samt taldelen, som forholdsvis er en strategisk- og regnskabsanalyse, har været med til at fastsætte forudsætninger for, hvordan fremtiden skulle se ud for koncernen. Til det har jeg endvidere inddraget 3. kvartalsmeddelelsen, mens historiske regnskaber har bidraget betydeligt.

Der er af gunstige forudsætninger for at yde profit, hvilket hovedsageligt skyldes udvidelse af butikker (franchise- og retail-butikker). Budgetteringen har også taget højde for, at dette også vil være gældende i de 5 andre budgetår. Dog får mine forudsætninger for væksten modvind fra den nuværende markedssituation, der vil bidrage med mindre stigninger i restperioden for budgetteringen.

Afkastgraden falder på første år i budgetteringen, som følge af faldet i totalindkomsten. Der har, jf. 3. kvartalsmeddelelsen, været anden driftsindtægt på 9,5 mio.kr., hvilket der ikke er estimeret med i restperioden, idet ledelsen ikke har udmeldt meldinger vedr. saldoen. Dog styrkes driveren igen på baggrund af fastlagte forudsætninger herfor i kapitlet. Der er herudover estimeret med en faldende gæld til kreditinstitutter, grundet koncernens udviste initiativer.

Arbejdskapitalen ændrer sig som følge af koncernens fokus på initiativer omkring reduktion af pengebindingen gennem nedbringelse af debitorer og lagre samt forøgelse af kreditorer, hvilket er med til at frigøre midler med bedre likviditet i 2010/2011. Nøgletallene herfor er igen langsomt stigende i den resterende del budgetteringen, idet disse følger væksten, som beskrevet ovenfor.

Key-driveren ROE ændrer sig markant i perioden efter et essentielt dyk i 2008/2009, hvor den er langsom stigende i budgetårene. Hertil følger dig positiv totalindkomst samt øget egenkapital.

Samme udvikling er også realiseret for ROIC-driveren, hvor denne også får en stigende tendens i takt med øget driftsoverskud (efter skat) kombineret med langsomstigende nettodriftsaktiver.

Nettofinansielle forpligtelser faldet i budget år 1, idet det af 3. kvartalsmeddelelsen fremgår, at der er stor fokus på nedbringelse af gælden, mens denne også får en langsomstigende effekt i de efterfølgende budgetår, da aktiviteten også stiger.

Den beregnede terminalperiode, hvor der er estimeret med en procentuel vækst på 3% i resultatopgørelsen, mens balanceposterne er budgetteret med en vækst på samme rate som for 2014/2015. Dette uddybes nærmere i næste kapitel.

9. Værdiansættelse og følsomhedsanalyse

Det foregående kapitel, som har omhandlet emnet "Budgettering", skal nu danne basis for min værdiansættelse.

Der skal i det kommende afsnit redegøres for valg af værdiansættelsesmodellen. Desuden vil de enkelte komponenter for den valgte DCF-model beregnes. I kapitlet for afgrænsningen (kapitel 3) introducerede jeg de modeller, jeg ville anvende, hvor baggrund for valget også blev begrundet heri.

Udover, at mit valg af værdiansættelsesmodel er faldet på DCF-model, jf. kapitel 3 - Afgrænsning, har jeg også opereret med en værdiansættelsesmodel for multipel værdiansættelse. Jeg har i det foregående kapitel nævnt ICC's tilnærmelsesvis konkurrenter, hvor det har været muligt at indhente oplysninger, som markedsværdien og indtjeningen, hvilket har været forudsætninger for valg af disse. Dette har beroet på kriterier, såsom forholdsvis lignende udbydere af samme produkter, afsætter produkter på samme markeder og henvender sig til den samme målgruppe.

Jf. afgrænsningen, kom jeg kort ind på, at ICC aktien ikke handles ret tit, hvorfor der kunne være tale om en illikvid aktie. På baggrund af denne undersøgelse sammenlignes den opnåede aktiekurs ud fra DCF-modellen med multipel-værdiansættelsesmetode, herunder peer-group-analyse.

Afslutningsvis vil jeg udarbejde en følsomhedsanalyse. Analysen skal udarbejdes ved at ændre på input-parametre.

9.1. Beskrivelse af værdiansættelsesmodeller

Der findes 5 forskellige modeller for værdiansættelse inden for kapitalværdibaserede modeller. Modellerne fordeles i undergrupper ud fra, om der er tale om værdiansættelse af egenkapitalen, eller om værdiansættelsen skal foretages af selve virksomheden.

Modeller, der understøtter værdiansættelsen af egenkapitalen er følgende:

- *Dividendemodel*: Tager udgangspunkt i dividenden, der udbetales til aktionærerne, som opnås via det tilbagediskonterede cash flow.

- *Cash flow-modellen*: Størrelsen beregnes via proforma-årsregnskaber, dvs. budgetterede regnskaber. Modellen tilbagediskonterer det frie cash flow, der er genereret gennem den realiserede driftsaktivitet. Heraf skal nettopengestrøm til långivere fratrækkes. Saldoen kan underopdeles ved, at del af cash flowet udbetales som udbytte, mens den resterende del enten opspares eller investeres i eller uden for virksomheden. Denne beslutning beror på ledelsens beslutning, der vedtages til generalforsamlingsmødet.

- *Residualindkomstmodellen* bygger på den bogførte værdi af egenkapitalen, jf. årsrapporten. Modellen tilbagediskonterer udelukkende virksomhedens residualindkomst, hvilket beregnes ved hjælp af virksomhedens nettooverskud på totalindkomstbasis, hvor omkostninger forbundet med egenkapitalen fratrækkes.

Både cash flow-modellen og residualindkomstmodellen anvendes i forbindelse med estimeringen af virksomhedens værdi.

- *Cash flow-modellen*, tilbagediskonterer det frie cash flow før fradrag af netto cash flow til långivere i modsætning til den ovenfor nævnte cash flow model, der fratrækker nettopengestrøm til långivere.

- *Residualindkomstmodellen* tager udgangspunkt i bogførte værdier i balancen. Modellen tilbagediskonterer residualindkomsten, der egentlig er virksomhedens driftsoverskud på totalindkomstbasis, hvor der heraf fratrækkes kapitalomkostninger, der er medgået på nettoaktiverne.

Ved at fratrække gælden fra virksomhedens værdi opnås værdien af egenkapitalen. Til forskel for egenkapitalværdimetoden, der beregnes ud fra den direkte metode, udgør denne den indirekte metode, idet gælden fratrækkes.

Som tidligere introduceret vælger fleste analytikere at beskæftige sig med den indirekte metode, herunder DCF-modellen, idet den tager udgangspunkt i driftsaktiviteten og ser dermed bort fra finansieringsaktiviteten.

9.2. DCF-model

For anvendelse af modellen, er der foretaget en række foranalyse, som er blevet beskrevet i tidligere kapitler. Modellen er indkomstbaseret og opgøres således ud fra en tilbagediskonteret værdi af de forventede fremtidige frie pengestrømme. Hertil har jeg valgt at understøtte den med en peer-group-analyse, som tidligere omtalt for at operere med en så realistisk værdi som mulig, idet der ikke foretages relativ mange køb/salg er ICC aktier. Dette kan medføre, at aktien kan være illikvid.

Modellen estimerer værdien, som aktionæren er villig til at betale for derved at modtage et fremtidigt cash flow. Ud fra budgettallene tilbagediskonteres fremtidige cash flow, der bidrager til estimering af den totale nutidsværdi, dvs. NPV. Dette beregnes ved at fratrække kapitalafkastet.

Valg af budgetperiode, som i denne opgave er 3 år, beror på markedets uforudsigelighed, primært grundet krisen, jf. kapitel 3. Såfremt der skulle budgetteres med yderligere 2 ekstra år, vil det have en betydning for, om hvor realistisk budgettallene kunne estimeres.

9.3. DCF-antagelser

I budgetteringen arbejdedes der med en terminalperiode, en såkaldt "steady state"-periode, udover selve budgetfasen, hvor denne er estimeret med en vækst på 3% svarende til inflationsraten, dvs. den langsigtede nominelle vækstrate i samfundet – inflation tillagt realvækst. Terminalperioden antager, at virksomhedens levetid er uendelig. Dette bekræftes både via årsrapporten, der er aflagt i henhold til going-concern-princippet samt ud fra offentliggjorte kilder.

9.4. Fordele og ulemper ved DCF-model

Modellen er, som tidligere introduceret, én af de mest anvendte af eksterne analytikere, hvor én af fordelene er, at modellen ikke er afhængig af regnskabsprincipper. Ulempen ved den er, at der skal foretages et udvidet analysearbejde for at kunne udarbejde et budget. En anden ulempe ved modellen er, at der kan være tale om et misvisende resultat såfremt, at det forelagte budget og herunder budgetforudsætninger ikke udgør et retvisende billede. Dog afhænger det stadig af de beskrevne forudsætninger.

9.5. Multipelanalyse – Peer-group

Der findes flere muligheder for værdiansættelse af aktien gennem indtjeningsmultiple. Da der ikke forefindes 100% sammenlignelige virksomheder, har jeg valgt at operere med tilnærmelsesvis konkurrenter. Den eneste forudsætning herfor er, at både markedsværdien og indtjeningen er kendt.

I min hovedopgave har jeg udelukkende valgt at anvende P/E, der sætter aktiekursen i forhold til selskabets indtjening pr. aktie. Dette giver udtryk for, hvor meget investor skal betale for én krones overskud.

Dette multipel beregnes for at udføre en slags sanity check, som understøtter værdien, jeg beregner ud fra DCF-modellen.

For at foretage beregningen, har jeg først og fremmest indhentet data fra konkurrenternes årsrapport og fra Reuters. Herudfra har jeg beregnet Earning per share, dvs. indtjening pr. aktie. (Nærmere forklaring herom fremgår af afsnit 9.8).

4. Hvilken værdiansættelsesmodel vil være hensigtsmæssig at anvende for at kunne fastsætte et realistisk estimat af ICC's aktiekurs?

Indirekte har jeg besvaret ovenstående problemstilling i kapitlet, som blev nævnt i min problemformulering (kapitel 2).

Gennemgangen af værdiansættelsesmodellerne har vist sig, at fleste analytikere anvender DCF-modellen, selvom processen for værdiansættelsen skal omfattes af en udvidet analyse af virksomheden. Kriterierne for valg af netop denne model er bl.a. informationernes tilgængelighed og den virksomhed, man ønsker at værdiansætte. Idet alle informationer indhentes via årsrapporter, analyser, teorier, mv. er det dermed blevet konkluderet, at DCF-modellen har været den mest hensigtsmæssige at benytte for at beregne det retvisende estimat af aktiekursen. Endvidere er der anvendt en multipelanalyse (Price/Sales), som en slags sanity check for den beregnede aktiekurs, hvor begge sammenholdes med aktiekursen pr. 31. maj 2010, jf. nedenstående.

9.6. Estimering af afkastkrav (WACC)

Ved beregningen af de vejede gennemsnitlige kapacitetsomkostninger, er der taget udgangspunkt i bogen "Regnskabsanalyse og Værdiansættelse – En praktisk tilgang"⁸⁸.

Nøgletallet udtrykker det vægtede gennemsnit af alle kapitalindskydernes afkastkrav, hvilket beregnes ud fra markedsværdier.

Dette beregnes ud fra formlen:

$$WACC = \frac{D}{V} * K_d(1 - t) + \frac{E}{V} * K_e$$

K_d er egenkapitalens andel, mens K_e er andelen for fremmedkapitalen. Begge nøgletal skal beregnes for sig. t er selskabsskattesatsen, som udgør 25%, jf. tidligere.

Elementer, der er anvendt for beregningen af WACC'en er nævnt nedenfor:

$$K_d = (r_f + r_s)(1 - t) \gg K_d = \left(3,03\% + \left(\frac{0,63\% + 1,44\%}{2}\right)(1 - 25\%)\right) = 3,05\%$$

$$K_e = r_f + \beta(E(r_m) - r_f) \gg K_e = 3,03\% + 1,43(5,0\% - 3,03\%) = 10,18\%$$

Tabel 8.6.1: WACC-beregning

Fastlæggelse af WACC:	
Selskabsskattesat	25%
Kreditrating (A og BBB)	1,035%
Afkastkrav, K_d	3,05%
Risikofri rente	3%
Risiko præmie	5%
Beta	1,43
Markedsværdi af egenkapital	747
Markedsværdi af gæld	279
Samlet markedsværdi	1.026
Afkastkrav, K_e	10,18%
Kapitalstruktur, vægte	
Markedsværdi af egenkapital	0,728
Markedsværdi af gæld	0,272
WACC	8,24%

Kilde: Egen tilvirkning ud fra budgetterede opgørelser og fastsatte nøgletal, jf. nedenfor

9.6.1. Kreditrating (A og BBB)

Der har ikke været tilgængelige oplysninger vedr. vurderingen af ICC's risikotillæg, hvorfor denne størrelse af fastsat på baggrund af egne antagelser ud fra Standard&Poor's

⁸⁸ Jens O. Elling & Ole Sørensen: "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – en praktisk tilgang", s.54

Kreditratings. I bogen "Regnskabsanalyse for beslutningstagere" medfølger et udfærdiget skema, der fastsætter risikotillægget ud fra virksomhedens kredit ratings, jf. nedenfor:

Figur 9.6.1.1.: Standard&Poor's Kreditratings

Investment Grade

- AAA:** the best quality borrowers, reliable and stable (many of them governments)
- AA:** quality borrowers, a bit higher risk than AAA. Includes:
- A:** quality borrowers whose financial stability could be affected by certain economic situations
- BBB:** medium class borrowers, which are satisfactory at the moment

	AAA	AA	A	BBB	BB	B
10 år	0,45	0,54	0,63	1,44	2,55	3,67
Stigende risiko						

Kilde: http://en.wikipedia.org/wiki/Standard_Poor's og Regnskabsanalyse for beslutningstagere, s. 246

Det vurderes, at ICC's kreditratings ligger mellem A og BBB, idet virksomhedens har haft svingende aktiekurser i de seneste mange år, men ser rimelig sund ud på nuværende tidspunkt. Denne forudsætning er specielt baseret på kvartalsmeddelelsen. Dermed ligger risikotillægget mellem 0,63% og 1,44%, hvorfor der beregnes en gennemsnitsstørrelse af disse to tal.

9.6.2. Risikofri rente

I praksis anvendes ofte den effektive rente på den toneangivende 10-årige statsobligation⁸⁹. For vurdering af størrelsen for den risikofrie rente, tages der udgangspunkt i den effektive rente på 3,03%⁹⁰, idet den risikofrie rente og markedsrisikopræmien generelt er ens for alle virksomheder.

⁸⁹ E-rapport: PriceWaterHouseCoopers: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", januar 2005, s. 2

⁹⁰ Arbejdernes Landsbank: Finansnyt: Renter og valutaprognoser: Prognose for Danmark: ultimo 2010

9.6.3. Beta

Beta måler virksomhedens volatilitet i forhold til det generelle marked og kan estimeres ved vurdering af aktiens historiske afkast sammenlignet med merafkastet. Risikoen forbundet med denne er, at den vil resultere i en historisk Beta, der muligvis ikke kan give et retvisende billede af volatiliteten. For at kunne måle den mest retvisende Beta, har jeg anvendt Beta givet af Reuters, hvilket er på 1,43.

Beta højere end 1 svarer til en investering med større risiko end markedsporteføljen. Med andre ord udgør ICC's beta højere risiko end normal.

9.6.4. Risikofri præmie

Den sidste værdi for at kunne måle fremmedkapitalens afkastkrav er markedsrisikopræmien, som er forskellen mellem markedsafkastet og den risikofrie rente, dvs. det ekstra afkast, som investorerne kræver for at investere i virksomheden frem for risikofrie værdipapirer.

Den fastsættes enten på baggrund af historiske tal eller ved hjælp af forecast. Beregningen af markedets risikopræmie er en omfattende proces, og i stedet refereres der til en analyse foretaget af PWC. Den omtalte analyse estimerede en gennemsnitlig risikopræmie på 5,0% i 2010. Forudsætninger for en vurdering af periodens indvirkning på markedets risikopræmie er ikke til stede, og derfor anvendes en risikopræmie på 5,0% i denne hovedopgave⁹¹.

9.7. DCF-værdiansættelse

På baggrund af ovenstående foretagne analyser samt beregninger, er jeg nu i stand til at beregne aktiekursen ud fra DCF-modellen:

⁹¹ E-rapport: PWC: Tema: ÅRL regler om nedskrivning af materielle og immaterielle anlægsaktiver

Værdiansættelse af IC Companys

Figur 9.7.1.: Værdiansættelse ud fra DCF-model

DCF - modellen i mio.kr.							
	Historisk	2010/2011E	2011/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	Terminalperiode 2013/2014E
		Budgetperioden					Terminal
		1	2	3	4	5	6
Indirekte værdiansættelse							
FCFF		311,7	250,9	267,8	285,8	304,8	317,8
Investeringer (CAPEX)*		(79,0)	(84,5)	(90,4)	(96,8)	(103,5)	
Nutidsværdi af FCFF		209,0	129,6	120,7	111,4	101,6	
Samlet PV af budgetperioden	672						
Værdi af terminalværdi i år 5						6.061,0	
NPV af terminalværdi	4.079						
Virksomhedsværdi	4.751						
Markedsværdi af gæld	278						
Værdi af egenkapital	4.473						
Antal aktier	17						
Værdi pr. aktie	263						

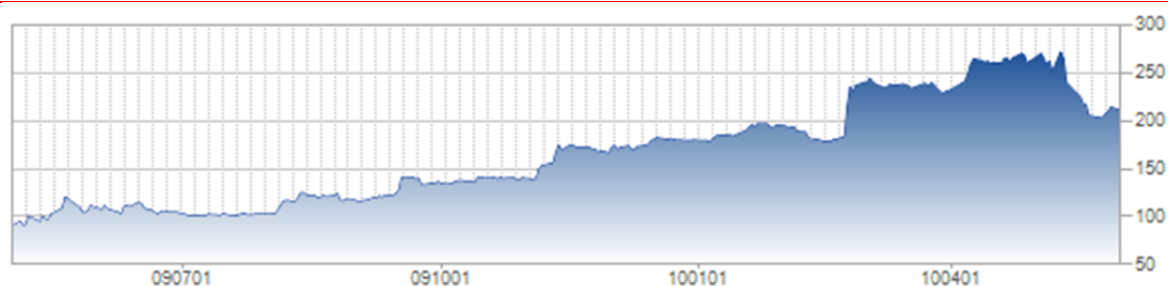
*Fast investeringsniveau på 2%

Kilde: Egen tilvirkning ud fra reformuleringer

Se bilag 4 for underliggende forudsætninger for ovenstående værdiansættelse.

Ud fra ovenstående fremgår det, at jeg ud fra mine fastsatte forudsætninger for fremtiden er nået frem til en kurs på 263 kr. Aktiekursen pr. 31. maj 2010, jf. nedenfor, udgør en kurs på 211 kr. Det vurderes, at en kurs på 263 kr. er opnåelig, idet aktiekursen d. 10. maj 2010 har udgjort 271,50 kr. Faldet kan skyldes stigningen i bomuldspriserne samt det svagere markedsforhold i Kina, jf. tidligere omtalte. Dog er der stadig muligheder for at opnå en højere kurs, grundet udvidede strategiske planer og indførte organisationsændringer.

Figur 9.7.2.: Aktiekurs 01.05.2009 til 31.05.2010



Kilde: http://www.nasdaqomxnordic.com/aktier/Historiske_priser/?Instrument=CSE3282

9.8. Peer-group-værdiansættelse

Som tidligere introduceret betyder P/E, at markedsprisen sættes i forhold til overskuddet i virksomheden og viser hvor meget investoren skal indskyde i virksomheden for opnåelse af 1 kroners indtjening pr. aktie, jf. nedenfor.

Price = markedskurs

Earning = Earning per share (indtjening pr. aktie (EPS)) = $\frac{\text{Årets resultat}}{\text{Gnst. antal aktier}}$

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Aktiekurs}}{EPS}$$

Analysen er foretaget via en analyse af 3 tilnærmelsesvis konkurrenter. Kriterierne for at være konkurrent har bl.a. været ud fra konkurrenternes markeder, udbudte produkter og henvendte målgrupper. Samtlige data har været muligt at indhente, idet alle 3 konkurrenter er børsnoterede virksomheder, der agerer over hele Verden.

Ordet tilnærmelsesvis er anvendt, idet konkurrenterne af størrelsesmæssig årsag ikke kan sammenlignes med ICC. Da det ikke har været muligt, at identificere reelle konkur-

renter, er taget udgangspunkt i virksomheder, der nogenlunde ligner ICC og har en tilsvarende brandmæssig placering.

Både Esprit og H&M, der producerer og udbyder alle former for produkter fra undertøj til parfume mv., er vurderet for at være stærke brands, idet begge lanceres gennem ét brand.

Mens dette gør sig gældende for de nævnte brands, består Inditex Group af flere brands og agerer på samme måde som ICC.

Ud fra fastlagte forudsætninger anses konkurrenter for at være valide, hvorfor P/E fastsættes på baggrund af disse, jf. nedenfor.

Kolonnen "seneste regnskabsperiode" viser P/E-værdien med EPS pr. regnskabs aflæggelsestidspunkt i forhold til lukkekursen på børsen den samme dag. Den anden kolonne indeholder P/E med EPS igen pr. regnskabsårets afslutning i forhold til lukkekursen på børsen d. 31. maj 2010.

Figur 9.8.1.: P/E benchmarking i peer group

	Seneste regnskabsperiode	Pr. 31.05.2010
ICC	14,03	16,82
Esprit	47,97	49,13
Hennes&Mauritz	19,25	23,08
Inditex Group	19,75	15,74
Gennemsnit ekskl. ICC	28,99	29,32
Sammenligning	Undervurderet	Undervurderet

Kilde: Egen tilvirkning ud fra ICC's årsrapport og peer group-data

Nøgletallene ændrer sig stort set ikke i kolonne 2, hvor EPS for ICC, Esprit og H&M stiger, mens Inditex Group falder. Dette skal også ses i lyset af regnskabs aflæggelsestidspunkt, jf. bilag 3.

Ud fra ovenstående fremgår det, at Esprit både i kolonnen for "Seneste regnskabsår" og "Pr. 31. maj 2010" har et EPS, der er en del over gennemsnittet for gruppen. Årsag, der kunne ligge til grund herfor kunne være, at aktien på begge tidspunkter har været betydelig overvurderet, hvorfor der kunne gøres overvejelser om, at investere i bl.a. IC Com-

panys, som ligger en væsentligt under niveauet for Esprit. Med andre ord kan det konkluderes, at der kan være indikation om, at ICC-aktien kan være undervurderet i forhold til peer-group. Hertil skal der også gøres en række overvejelser, såsom sikring for fremtidig drift, da en underskudsgivende virksomhed på år 0 sagtens kan ende ud med gunstig indtjening i år 1 eller omvendt. Såfremt der er intentioner om, at ICC kan opnå et EPS på niveau med EPS for H&M eller Esprit, vil det være hensigtsmæssigt at investere i ICC-aktien. For vurderingen af denne kræver det dog en lignende dybdegående analyse (strategisk og regnskabsanalyse) af øvrige 3 konkurrenter også.

9.9. Følsomhedsanalyse

Analysen foretages på baggrund af ændringer foretaget for kritiske faktorer. Disse faktorer kan have indflydelse på den samlede værdiansættelse.

I min hovedopgave vælger jeg at udarbejde følsomhedsanalyse af parameteret for omsætningsvæksten i terminalperioden og WACC'en. Disse ændringer medfører ændring af koncernens aktiekurs, jf. nedenfor.

9.9.1. Ændring i den årlige vækst i terminalperioden og WACC'en

Analysen udviser, at kursen påvirkes essentielt med +159 kr. via ændringen på salgsvæksten og WACC'en på hhv. +1% og -1% ved hvert element. Det største fald sker ved ændringen af væksten i terminalperioden på -1%, og stigningen i WACC'en på +1%. Dermed kan der konkluderes, at koncernens afhængighed af salget er stor.

Figur 9.9.1.1: Følsomhedsanalyse

<i>i kr.</i>		Salgsvækst (terminalperiode)				
		1%	0,5%	Uændret	-0,5%	-1%
WACC	1%	255	235	218	204	191
	0,5%	284	259	238	221	245
	Uændret	319	288	263	242	224
	-0,5%	363	323	292	266	245
	-1%	421	368	328	296	270

<i>i kr.</i>		Salgsvækst (terminalperiode) - ændring				
		1%	0,5%	Uændret	-0,5%	-1%
WACC - ændring	1%	7	27	44	58	71
	0,5%	-22	3	24	41	17
	Uændret	-57	-26	263	20	38
	-0,5%	-57	-61	-30	-4	17
	-1%	-159	-106	-66	-34	-8

Kilde: Egen tilvirkning ud fra ICC ud fra DCF-modellen

9.10. Delkonklusion – Værdiansættelse og følsomhedsanalyse

Den udarbejdede værdiansættelse sammen med følsomhedsanalyse har nu dannet baggrund for besvarelsen af spørgsmål, som blev nævnt i problemformuleringen, jf. kapitel 2.

Værdien af aktien udgør 263 kr. ud fra DCF-modellen mod kursen, jf. www.reuters.com, på 211 kr., dvs. at ICC's aktie er undervurderet med ca. 19,50%. Sammenlignes den beregnede aktiekurs ud fra DCF-modellen med multipelværdiansættelsesmodellen (Price/Sales), har jeg opnået en størrelse på 339 kr. pr. aktie, hvilket er langt højere end værdien ud fra DCF-modellen. Som tidligere beskrevet i afsnit 9,5, havde jeg introduceret læseren i, at der kunne være et stort spring mellem beregnede værdier ud fra forskellige modeller, hvilket kunne skyldes, diverse betalte synergier, der indgik i medianen for beregningen.

I modsætning til denne model konkluderes det, at DCF-modellen er dynamisk, idet den tager højde for koncernens kapitalstruktur gennem WACC. På baggrund af beregningerne sammenlignet med den officielle kurs fastholdes, en kurs på 263 kr. pr. aktie, hvor multipelanalysen udelukkende anvendes for sanity-check.

Det skal dog bemærkes, at en kurs på 339 kr. (Price/Sales) ikke er helt uopnåelig for koncernen, idet aktien har ligget på omkring 300 til 400 kr., jf. den interne analyse (kapitel 5). Dermed er der også forhold, jf. tidligere analyser, der kan tale sig for at opnå en aktiekurs på 263 kr. i den nærmeste fremtid.

5. Hvor følsom er aktiekursen ved ændring af en parameter i den valgte værdiansættelsesmodel?

Følsomheden for aktiens udvikling er målt ud fra DCF-modellen, hvor væksten i terminalperioden og WACC'en er ændret i forhold til opstillede hypoteser. Analysen har resulteret i, at ICC er meget afhængig af omsætningsgenerering. Koncernen stort fokus på området, hvor der både etableres nye butikker inden for retail og franchise samt udvidet distributionskanalen med onlinesalget.

6. Er ICC-aktien over- eller undervurderet?

Der kan hermed også besvares på ovenstående spørgsmål ud fra foretagne beregninger.

Det vurderes, at aktiekursen er undervurderet pr. 31. maj. 2010 for koncernen, som udviser en gunstig vækst på nuværende tidspunkt trods stigende bomuldspriser.

Det er dog ikke ensbetydende med, at hverken bomuldspriserne eller den styrkede konkurrence i produktionslandet Kina ikke får konsekvenser for ICC. Det er *fortidligt* at vurdere disse forhold, hvorfor kun antagelser kan være gældende, dvs. forelagte budgetforudsætninger og budgetter.

10. Konklusion

Processen for at beregne et realistisk estimat for derved at beregne koncernens aktiekurs har været lang, hvor der er udarbejdet en række analyser sammenkoblet med modeller og beregninger. Disse har udgjort en væsentlig betydning for at belyse hele formålet med denne hovedopgave, hvori der er foretaget værdiansættelse af aktien pr. 31. maj 2010.

Jf. den strategiske analyse, har der været ikke-finansielle forhold, der både har talt for og imod koncernens indtjening. Bl.a. har symptomerne for produktionen af kemikalieproduktet udgjort en risiko for sig selv, selvom ICC har prøvet at gardere sig mod komplikationerne for denne. Koncernens etablerede CSR-forhold vil hjælpe med at komme over denne situation, hvor de store udviste engagementer specielt inden for økologiske produkter vil fange forbrugernes interesse igen.

Desuden udgør de nuværende markedsforhold ulemper for modegiganten, idet Kina skaber sourcingproblemer, hvilket er forbundet med ICC's varesortiment, der skal arbejdes på. Processen er allerede sat i gang, hvor det kommende år bl.a. skal omfatte reducerede styles, bedre samarbejdsforhold med engroskunder og etablering af både franchise- og retailbutikker.

Finanskrisen, der stadig har magten over europæiske markeder, giver vanskeligheder for at yde en gunstig profit. Dermed skal koncernen orientere sig om markeder, som kan være mere rentable at etablere sig i. På denne måde kan evt. nedlukninger undgås, hvilket der er foretaget en del af i regnskabsåret.

En række nyimplementeringer, såsom Point of Sale IT-System kombineret med performancekulturen, bidrager positivt til koncernens fremtidsplaner, hvorfor en eventuel modningsgrad for nuværende brands ikke er på tale. Tværtimod er koncernen interesseret i at optimere salget af forskellige brands.

Regnskabsanalysen er foretaget på baggrund af 3 historiske regnskaber, hvilket har udvist en faldende omsætning, dog også en stigende totalindkomst i forhold til 2008/2009, som følge af skærpede/tilpassede omkostninger, der taler sig for, at koncernen har udvist et stort engagement for at opnå et tilfredsstillende resultat med færre medarbejdere.

Rentabilitetsanalysen ser sund ud, hvor koncernen har formået at opnå en EBIT-vækst, der næsten er på niveau med EBIT før den finansielle krise. Det samme gør sig også gældende for ROE, mens ROIC udgør en højere afkastkrav end før krisen, hvilket er rimelig positivt.

Også ud fra eksterne analyser, som bl.a. Deloitte har udarbejdet, fremgår det, at koncernen kan opnå vækst i fremtiden og er overkommet krisen. Der er herudover stort fokus på mindre pengebinding i anlægsaktiverne samt nedbringelse af gæld.

Ovenstående udtalelse er sammenkoblet med fremtidsudsigterne for ICC, hvor der i budgetteringen blev taget højde for forhold, der arbejder imod koncernens indtjeningsmarginer. 3. kvartalsmeddelelsen blev anvendt nøje i analysen for at opnå en retvisende udvikling. Der er estimeret med en høj vækst specielt i 2010/2011, hvilket hovedsageligt skyldes nyetableringer og ændret organisationsstruktur. Disse skal både være behjælpelige med at ændre produktsortimentet, således at koncernen kan prioriteres højere af produktionslandene samt være en bedre købmand ved at indhente realistiske og pålidelige data fra det nye lagerstyringssystem.

I budgetårene vil egenkapitalens forrentning stige markant grundet stigningen i driftsoverskuddet kombineret med relativ små stigninger i nettodriftsaktiverne i samme periode.

Én af mine problemstillinger, jf. kapitel 2, gik ud på at redegøre for mit valg af værdiansættelsesmodellerne. Heri valgte jeg at operere med DCF-modellen, som yder en høj grad overbevisning af værdien, idet de anvendte nøgletal til beregningen indhentes ud fra årsrapporter og pålidelige kilder. Herudover blev én multipelbaseret model også anvendt, herunder Price/Sales.

Begge modeller har udvist en højere aktiekurs end de offentlige hjemmesider, hvor størrelsen af aktiekursen primært bl.a. kan basere sig på en positiv 3. kvartalsmeddelelse og herunder budgetforudsætninger.

Fleste af koncernens markeder har genereret en positiv vækst, hvilket også kan ses i sammenhæng med stigende ordreoptag. Forbrugerne er begyndt med at se positivt til

fremtiden og er klar til at bidrage fornuftigt for at kunne gøre den finansielle krise overkommelig. Desværre gør de nævnte tiltag sig ikke gældende for visse europæiske markeder, der stadig lider af krisen. Væksten kan med fordel indhentes via lande – bl.a. Canada, Kina mv. - som koncernen har gode erfaringer med. På den måde kan den estimerede kurs opnås.

I følsomhedsanalysen kom jeg også ind på indtjeningen, idet jeg regulerede netop dette parameter sammen med WACC'en. Endnu en gang blev det tydeligt, at koncernen er stærkt afhængig af generering af omsætning. Der kan ikke nævnes tiltag omkring WACC'en, idet størrelsen udelukkende afhænger sig af eksterne faktorer på nær gældsstrukturen.

Alt i alt kan det konkluderes, at et estimat af aktiekurs på 263 kr. er realistisk.

11. Litteraturliste

BØGER:

Titel	Forfatter	Udgivelsesår	Udgave
Regnskabsanalyse og værdiansættelse	Jens O. E. og Ole S.	2005	2
Den skinbarlige virkelighed	Ib A.	2008	4
En rebel bliver børsnoteret	Charlotte K. R.	2009	1
Regnskabsanalyse for beslutningstagere	Christian V. P. og Thomas P.	2005	1

ÅRSRAPPORTER og meddelelser:

Virksomhed	Typer	Regnskabsår
ICC	Årsrapport	2009/2010
ICC	Årsrapport	2008/2009
ICC	Årsrapport	2007/2008
ICC	Årsrapport	2006/2007
ICC	Halvårsrapport	2010/2011
ICC	Kvartalsmeddelelse	2010/2011
Hennes&Mauritz	Årsrapport	2010
Esprit	Årsrapport	2009/2010
Inditex Group SA.	Årsrapport	2009/2010

E-ARTIKLER

E-artikel: AmbStockholm: Om Sverige: Landefakta

E-artikel: Business: Børsnyt: ICC fyrer 140 ansatte

E-artikel: Business: Analytiker: Svagt marked for ICC

E-artikel: Business: Detail: ICC trækker i ekspansionsdragten

E-artikel: Business: ICC: Stort vækstpotentiale i nyt mærke

E-artikel: Børsen A/S: Investor: ICC ændrer organisation

E-artikel: Børsen: Værktøjer: Virksomhedsside: ICC

E-artikel: DRPenge: Dansk modedesign bøjer sig i tøjskandale

E-artikel: DR Politik: Statsministeren melder dansk økonomi uden for fare

E-artikel: Danske vaskerier: Bomuldspriser

E-artikel: Erhvervsbladet: Børsnyt: ICC satser på multibrandstrategi og fælles platform

E-artikel: Fashion Forum: Stigende bomuldspriser giver H&M tæsk

E-artikel: Fashion Forum: Giganternes kamp – H&M vs. Zara

E-artikel: Fashion Forum: Danske brands bør satse på Canada

E-artikel: Fashion Forum: ICC's Niels Mikkelsen: Sourcing er den største udfordring

E-artikel: Fashion Forum: ICC's Niels Mikkelsen: Sourcing er den største udfordring

E-artikel: Information: Kinas billige arbejdskraft er blevet dyrere

E-artikel: Politiken: Vi kan kun slå Kina og Indien på én måde

E-artikel: Politikken: Update: Grækenland, Spanien og Irland

E-artikel: Proinvestor: ICC har fundet kemikalier i tøj

E-artikel: Proinvestor: ICC/Nordea: Trods stigende bomuldspriser fortsat positivt syn

E-artikel: TV2 finans: Svensk økonomi eksploderer i vækst

AVISARTIKLER

Urban – 15. august 2011

MetroExpress: Modesiden: Sammensætning af tøj – 29. april 2011

E-RAPPORTER

E-rapport: Arbejdernes Landsbank: Finansnyt: Renter og valutaprognoser: Prognose for Danmark: ultimo 2010

E-rapport: CEPOS: Danmark står til den 4. lavest økonomiske vækst frem til 2026 ud af 32 OECD-lande

E-rapport: Deloitte: Analyse af modebranchen

E-rapport: Finansanalytiker: Dokumenter og præsentationer 2007: Restrukturering

E-rapport: PWC: Tema: ÅRL regler om nedskrivning af materielle og immaterielle anlægsaktiver

E-rapport: PriceWaterHouseCoopers: "Prisfastsættelsen på aktiemarkedet", januar 2005

E-SHOP

www.hm.com

www.zara.com

www.peakperformance.com

www.tigerofsweden.com

www.bymalenebirger.com

www.inwear.com

www.jackpot.com

www.matinique.com

www.cottonfield.com

www.sainttropez.com

www.designersremixcollection.com

HJEMMESIDER

www.eu-oplysningen.dk/fakta/tal/BNP_vaekst/

www.skat.dk

www.iccompanys.com

www.wikipedia.com

HOVEDOPGAVER

Titel	Forfatter	Udgivelsesår
Værdiansættelse og strategisk analyse af ICC A/S	Malene H.	2008
En strategisk regnskabsanalyse og værdiansættelse af Royal Unibrew A/S	Jens S. N.	2009
Værdiansættelse af ICC på baggrund af en strategisk analyse og en regnskabsanalyse	Morten K. og Steffan L.	2010

BILAG 1 – Markeder og BNP

	Beliggenhed	CAGR	In Wear	Tiger	Remix	Malene	Jackpot	Saint Tropez	Part Two	Matini-que	Cotton-field	Soaked	PP
Australia	Verden	3			x					x	x		x
Austria	EU	1,6	x	x	x		x						
Bahrain	Verden					x							
Belarus	EU				x								
Belgium	EU	1,4	x	x		x	x	x	x	x	x	x	x
Canada	Verden	1,8			x		x		x		x		
Croatia	EU	1,0					x				x	x	
Czech Republic	EU	2,4					x				x		
Denmark	Skandinavien	1,2	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Dominican Republic	EU						x						
England	EU						x	x	x		x		
Estonia	EU	2,3					x		x		x		
Færøerne	EU								x				
Finland	Skandinavien	1,8	x	x			x	x	x	x	x	x	x
France	EU	1,6	x	x	x		x			x	x		x
Germany	EU	1,2	x	x	x		x	x	x	x	x	x	x
Greece	EU	1,5			x	x					x		
Holland	EU						x		x		x		
Hungary	EU	1,4					x				x		
Iceland	EU								x		x	x	
Ireland	EU	2,5	x		x		x	x	x		x	x	
Isle of Man	EU						x		x				
Italy	EU	1	x	x	x		x			x	x		x
Jersey (england)	EU								x				
Kuwait	Verden					x							
Lituania	EU	2,3					x		x				
Luxembourg	EU	2,4					x		x		x		
Marocco	Verden					x							
Netherlands	EU	1,2	x	x	x		x	x	x	x	x	x	x
New Zealand	Verden	2,2			x								

Værdiansættelse af IC Companys

Norway	Skandinavien	2,8	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x
Poland	EU	1,9					x		x		x		
Portugal	EU	-0,7				x	x		x				
Russia	EU				x	x					x		
Russian Federation	EU										x		
Spain	EU	2,1	x	x	x		x	x		x			x
Sweden	Skandinavien	2	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Switzerland	EU	1,9	x		x		x		x	x	x	x	x
Ukraine	EU				x								
United Arab Emirates	Verden					x							
United Kingdom	EU	1,7	x	x	x	x	x		x	x	x	x	x

BILAG 2 – Nøgletalsanalyse

	2007/ 2008	2008/ 2009	2009/ 2010	2010/ 2011E	2011/ 2012E	2012/ 2013E	2013/ 2014E	2014/ 2015E	Terminalperiode 2015/2016E
Omsætningsvækst i alt	N/A	-3,2%	-3,6%	13,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	3,0%
Bruttomargin	60,4%	59,6%	60,8%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Andre driftsindtægter	0	0	0	9,5	0	0	0	0	0
EBITDA-margin	12,4%	8,5%	11,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%
EBIT-margin	9,3%	4,5%	8,1%	8,2%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
EBIT-vækst	N/A	-47,9%	180,6%	18,6%	3,9%	7,0%	7,0%	7,0%	5,0%
ROE	33,7%	14,8%	33,8%	29,5%	30,3%	32,5%	34,9%	37,5%	38,6%
ROIC	17,5%	6,9%	20,4%	24,5%	26,0%	27,5%	29,0%	30,5%	30,9%
OG	5,4%	2,1%	6,1%	6,2%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
1/AOH (immaterielle aktiver)	0,068	0,061	0,071	0,066	0,063	0,060	0,062	0,064	0,066
1/AOH (materielle aktiver)	0,113	0,116	0,117	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100	0,100
1/AOH (varebeholdninger)	0,142	0,121	0,123	0,123	0,131	0,140	0,150	0,161	0,166
1/AOH (tilgodehavender fra salg)	0,079	0,071	0,075	0,085	0,091	0,097	0,104	0,111	0,115
1/AOH (andre tilgodehavender)	0,034	0,042	0,046	0,010	0,011	0,011	0,012	0,013	0,014
1/AOH (varekreditorer)	0,084	0,081	0,102	0,100	0,107	0,114	0,123	0,131	0,135
1/AOH (anden gæld)	0,074	0,069	0,075	0,100	0,107	0,114	0,123	0,131	0,135
FGEAR	1,22	1,27	0,67	0,32	0,27	0,29	0,31	0,33	0,34
r	4,72%	1,73%	1,23%	-2,98%	-3,19%	-3,41%	-3,65%	-3,90%	-4,02%
SPREAD	12,78%	5,20%	19,20%	21,52%	22,85%	24,07%	25,31%	26,56%	26,86%

BILAG 3 – Peer-Group – analyse

ICC	EPS	2009/2010
Regnskabsafslutning 30.06.2010	Kurs ved regnskabsafslutning	176
	P/E ved regnskabsafslutning	14,03
Antal aktier 16.942.807	Kurs pr. 31.05.2010	211
	P/E pr. 31.05.2010	16,82
ESPRIT	EPS	2009/2010
Regnskabsafslutning 30.06.2010	Kurs ved regnskabsafslutning	32
	P/E ved regnskabsafslutning	47,97
Antal aktier 4.875.000	Kurs pr. 31.05.2010	33
	P/E pr. 31.05.2010	49,13
H&M	EPS	2009/2010
Regnskabsafslutning 30.11.2010	Kurs ved regnskabsafslutning	212
	P/E ved regnskabsafslutning	19,25
Antal aktier 1.655.072.000	Kurs pr. 31.05.2010	179
	P/E pr. 31.05.2010	23,08
Inditex Group	EPS	2009/2010
Regnskabsafslutning 31.01.2010	Kurs ved regnskabsafslutning	321
	P/E ved regnskabsafslutning	19,75
Antal aktier 623.109.136	Kurs pr. 31.05.2010	328
	P/E pr. 31.05.2010	15,74

BILAG 4 – Likviditetsbudget

<i>i mio.kr.</i>	Historisk	Budgetperiode					Terminalår
	2009/2010	2010/2011E	2011/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	Terminalperiode 2013/2014E
Resultatopgørelse							
Nettoomsætning	3.495,3	3.949,7	4.226,2	4.522,0	4.838,5	5.177,2	5.332,6
- Driftomkostninger inkl. Skat	3.282,3	3.696,1	3.962,5	4.239,8	4.536,6	4.854,2	4.999,8
Driftoverskud, efter skat, DO	213,0	253,6	263,7	282,2	301,9	323,1	332,8
- Netto finansielle omkostninger, efter skat NFO		229,8	238,2	254,9	272,8	291,9	300,6
Nettooverskud		23,8	25,5	27,3	29,2	31,2	32,1
Balance							
Nettodriftsaktiver, NDA	1.025,6	967,4	980,2	994,5	1.010,7	1.028,9	1.043,8
Nettofinansielle forpligtelser, NFF	278,4	199,3	213,1	227,9	243,7	260,7	268,4
Egenkapital, EK	747,2	768,1	767,1	766,6	766,9	768,2	775,4
Pengestrømsopgørelse							
DO		253,6	263,7	282,2	301,9	323,1	332,8
- Ændring i NDA		(58,2)	12,8	14,3	16,1	18,2	14,9
FCF		311,7	250,9	267,8	285,8	304,8	317,8
+ stigning i NFF		(79,1)	13,8	14,8	15,8	16,9	7,8
- NFO		229,8	238,2	254,9	272,8	291,9	300,6
Samlet gældsfinansiering, F		(308,8)	(224,4)	(240,1)	(256,9)	(274,9)	(292,9)
Netto dividende, d eller FCFE		2,9	26,5	27,7	28,8	29,9	25,0
FCFF afstemning		(311,7)	(250,9)	(267,8)	(285,8)	(304,8)	(317,8)

BILAG 4 – Likviditetsbudget – fortsat

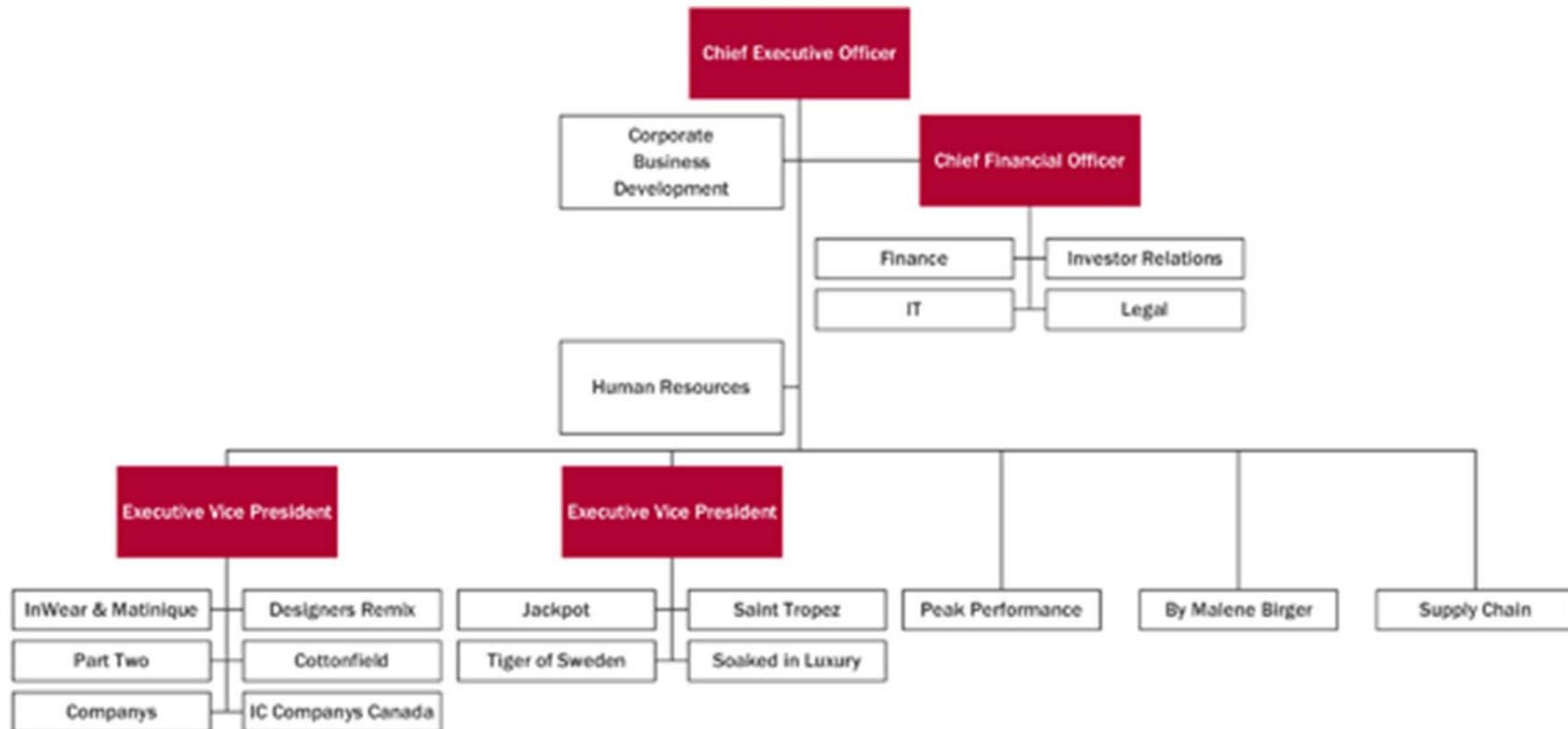
DCF - modellen i mio.kr.							
	Historisk	2010/2011E	2011/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E	Terminalperiode 2013/2014E
		Budgetperioden					Terminal
		1	2	3	4	5	6
Indirekte værdiansættelse							
FCFF		311,7	250,9	267,8	285,8	304,8	317,8
Investeringer (CAPEX)*		(79,0)	(84,5)	(90,4)	(96,8)	(103,5)	
Nutidsværdi af FCFF		209,0	129,6	120,7	111,4	101,6	
Samlet PV af budgetperioden	672						
Værdi af terminalværdi i år 5						6.061,0	
NPV af terminalværdi	4.079						
Virksomhedsværdi	4.751						
Markedsværdi af gæld	278						
Værdi af egenkapital	4.473						
Antal aktier	17						
Værdi pr. aktie	263						

*Fast investeringsniveau på 2%

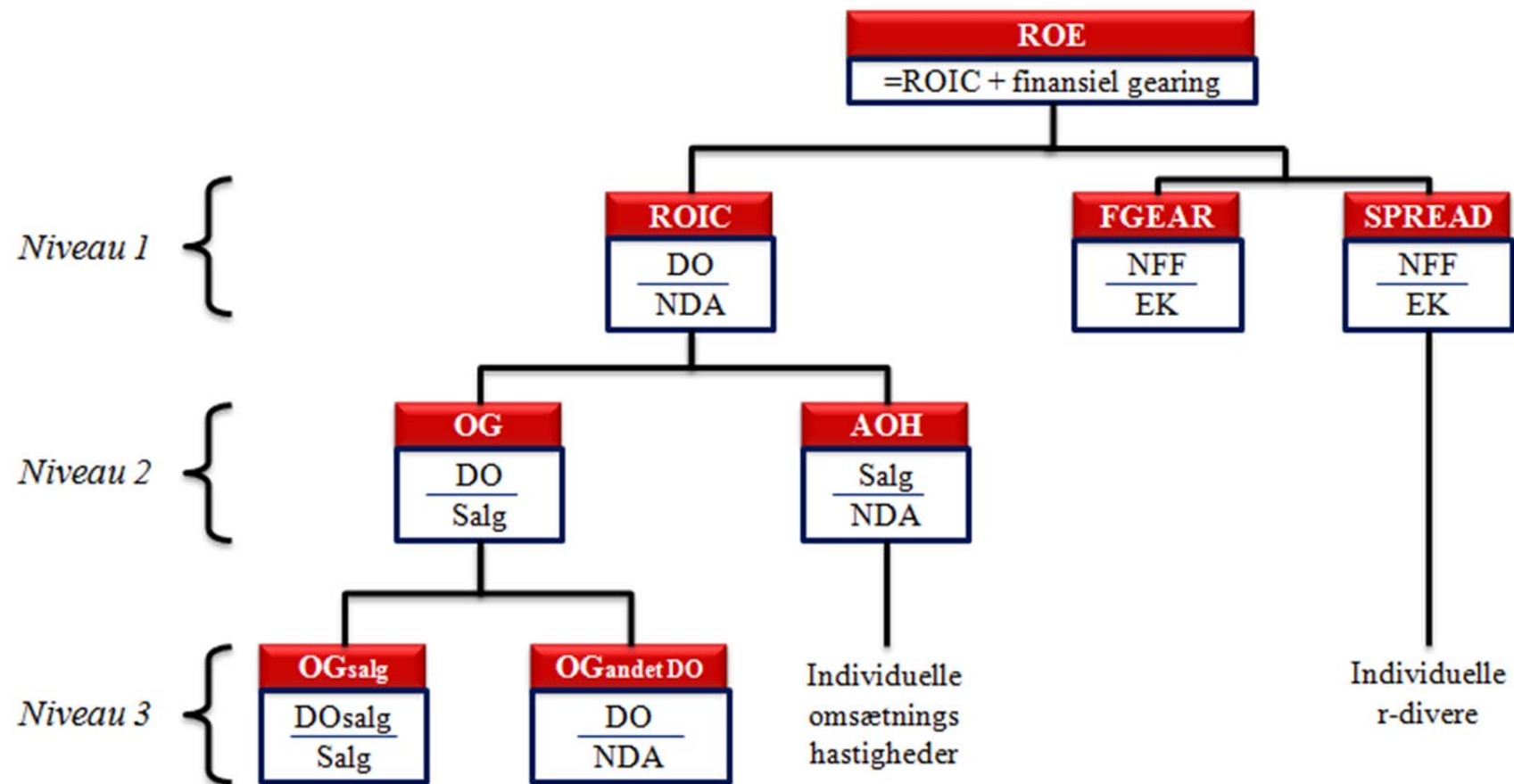
BILAG 5 – Produktportefølje

	Peak Performance blev etableret i 1986, og defineres som et Mountain Resort Brand. Konceptet henvender sig til aktive mennesker, som værdsætter meget funktionelle produkter i unikt design og kompromisløs kvalitet.
 <i>Key brand</i>	InWear blev etableret i 1969. Brandkonceptet henvender sig til den stilsikre kvinde, der har en selvsikker og uhøjtidelig tilgang til livet, og som er tiltrukket af en kosmopolitisk livsstil.
	Tiger of Sweden blev etableret i 1903. Brandkonceptet henvender sig til progressive og stilbevidste mennesker. Kollektionen er formel og kontemporær med en urban og afslappet attitude samt solide skrædderdetaljer.
 <i>Key brand</i>	Jackpot blev etableret i 1974 og er et livsstilsbrand til den moderne kvinde, der elsker livet. Det brede udvalg af levende farver og håndmalede mønstre karakteriserer en feminin og casual stil, der kan mikses på kryds og tværs til et spontant, stilfuldt og individuelt look.
 <i>Key brand</i>	Cottonfield blev etableret i 1986. Brandkonceptet henvender sig til mænd og kvinder, der er tiltrukket af en aktiv livsstil, og som efterspørger tøj, der får dem til at føle sig godt tilpas, afslappet og sporty.
 <i>Key brand</i>	Matinique blev etableret i 1973. Brandkonceptet henvender sig til den stilsikre storbymand, der ønsker tøj, som skaber bro mellem det afslappede og det formelle.
 <i>Key brand</i>	Part Two blev etableret i 1986. Part Two henvender sig til den modebevidste kvinde, som mentalt er mellem 25 og 35 år, og som efterspørger et unikt fashion udtryk, hvor det feminine og sensuelle oftest kombineres med et mere rå udtryk.
	By Malene Birger blev etableret i 2003. Brandkonceptet henvender sig til den luksusorienterede kvinde med smag for det eksklusive og unikke. Mærket leverer også haute couture linien "The Salon".
 <i>Key brand</i>	Saint Tropez blev etableret i 1986. Brandkonceptet er med 9 årlige kollektioner "fast to market" og henvender sig til kvinder, der ønsker tøj med et højt og varierende modeindhold til en overkommelig pris.
	Soaked in Luxury blev etableret i 2002. Brandkonceptet med 10 årlige kollektioner henvender sig til den feminine kvinde, der ønsker tøj med elementer af overdådig luksus til en overkommelig pris.
	Designers Remix blev etableret i 2002. Brandet er designdrevet og sigter mod at levere tøj til de kvindelige modekamæleoner, der kræver konstant innovation og tøj med personlighed.

BILAG 6 – Organisationsdiagram



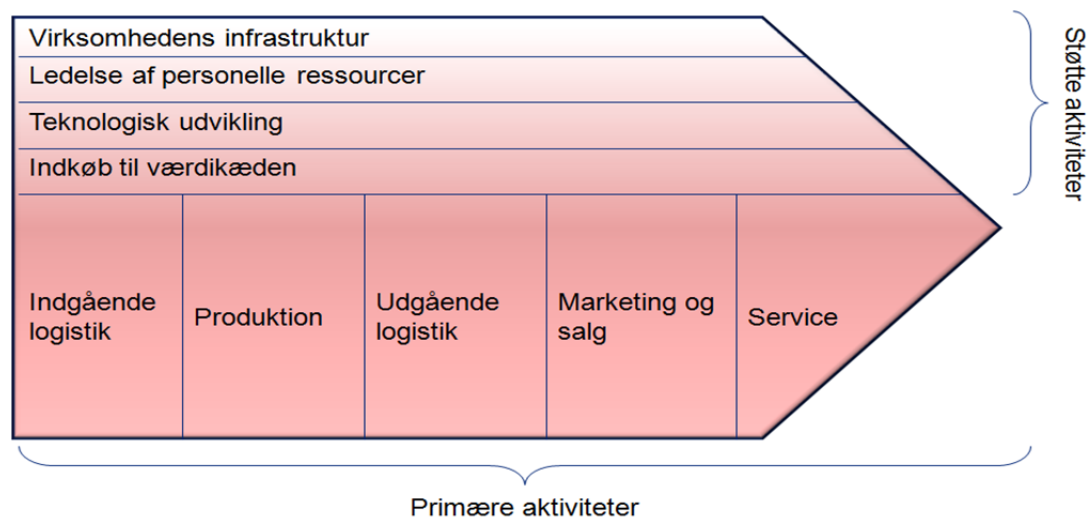
BILAG 7 – DuPont-Pyramide



BILAG 8 – Porters Five Forces og PEST



BILAG 9 – Porters Værdikæde



BILAG 10 – Ansoff's Vækstmatrice

		PRODUKT	
MARKED		Nuværende produkt	Nye produkter
	Nuværende marked	 Markedsindtrængning	Produktudvikling
	Nye markeder	Markedsudvikling	Diversifikation