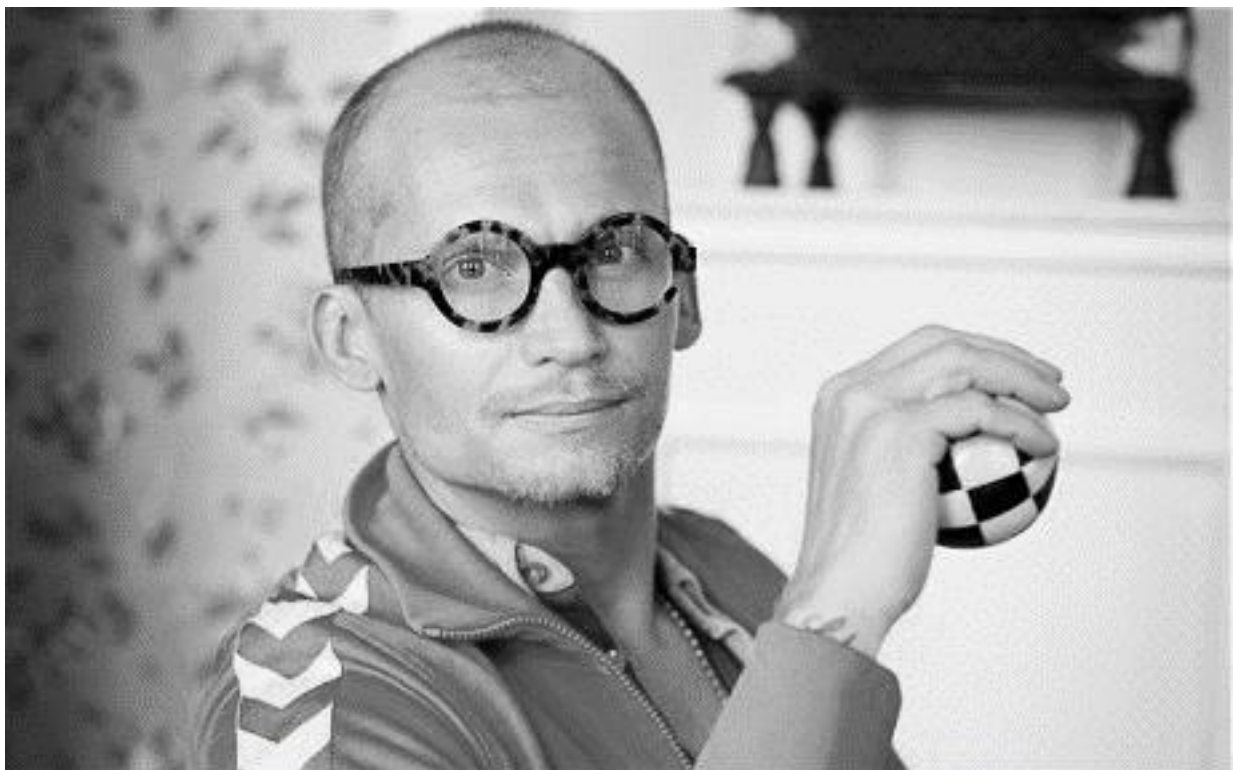


HD(R) Afgangsprøjet sommer 2016

Institut for Regnskab og Revision

Fundamentalanalyse

Hummel



Morten Alexander Jagd Sørensen

Nikolaj Rosenbeck Hansen

Vejleder: Ole Sørensen

INDHOLDSFORTEGNELSE

1.	Indledning	6
1.1	Executive summary	6
1.2	Indledning	8
1.3	Problemidentifikation	9
1.3.1	Problemformulering	10
1.3.2	Undersøgelsesspørgsmål	10
1.4	Struktur og metode	11
1.4.1	Struktur	11
1.4.2	Metode	12
1.4.3	Generel afgrænsning	16
2.	Præsentation af virksomheden	17
3.	Strategi	19
3.1	Indledning	19
3.2	Strategiske overvejelser	20
3.2.1	Marked	20
3.2.2	Udland	21
3.2.3	Kundesegment	22
3.2.4	Produkter	23
3.2.5	Markedsføring	24
3.2.6	Brand	25
3.3	Strategiske modeller	26
3.3.1	Pestel	26
3.3.2	Porters five forces	34
3.3.3	Porters generiske konkurrencestrategier	39

3.3.4	Ansoff's vækststrategier	41
3.3.5	Kerne kompetencer	43
3.3.6	SWOT	45
3.4	Delkonklusion	49
4.	Økonomi	50
4.1	Indledning	50
4.1.1	Undersøgelsesperiode	50
4.1.2	Regnskabstal	50
4.2	Reformulering.....	52
4.2.1	Balancen	52
4.2.2	Resultatopgørelsen	54
4.3	Økonomisk analyse	55
4.3.1	Nøgletal.....	55
4.3.2	Økonomisk analyse	55
4.4	Delkonklusion.....	60
5.	Værdiansættelse	62
5.1	Indledning	62
5.2	Budgettering.....	62
5.3	Vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger	64
5.3.1	Afkastkrav på egenkapital	66
5.4	Værdiansættelse - RIDO	69
5.4.1	Value drivers	69
5.5	Følsomhedsanalyse	73
5.6	Delkonklusion.....	74



6.	Konklusion.....	75
6.1	Hummels strategiske position.....	75
6.1	Hummels økonomiske situation.....	75
6.2	Hummels handelsværdi.....	76
6.3	Svar på problemformuleringen	76
7.	Litteraturliste	78
8.	Bilag	80

1. INDLEDNING

1.1 EXECUTIVE SUMMARY

Christian Stadil has made the biggest personal investment in history of the TV-program, Lions Den.

This got us curious about how he has achieved this kind of fortune. We can see that Christian Stadil has paid DKK 265 million over the last 5 years, from his company Hummel. This has been possible due to the fact the brand Hummel has generated growth over the past 20 years. Therefore we would like to see how much Hummel was worth if the company ever got on the TV show itself, or if Christian Stadil decides that his fortune at Hummel could be invested elsewhere, in other new business ideas like the ones from the program. This led us to the following problem definition: What is Hummel worth? We have split this problem into three study questions: Which strategic position does Hummel have? How has the economic situation evolved for Hummel? What is the price of Hummel?

We have based the analysis of the strategic position on the following models: PESTEL, Porters Five Forces, Porters Generic Competitive Strategies, Core Competencies, Ansoff's Growth Matrices and SWOT.

The first two models are we using to analyze the market of which Hummel is operating on, and the following four models are we using to analyze Hummel itself. We found out that Hummel are using a differentiation strategy to create their own niche in an attractive market with perfect competition that is currently characterized by especially CSR related factors. Furthermore, we discovered that Hummel has a wide variety of products that they offer to a wide variety of target groups that they use when entering a new market, which they are currently doing in Turkey. They hereby take advantage of the economies of scale that the internal setup provides for them.



The economies of scale is exactly what we can see when looking at the financials where we can see that Hummel has experienced a huge growth in revenue and in total assets, without a similar growth in costs.

This provides Hummel with acceptable figures compared to the market and the industry in general.

The figures that we analyzed in this paper were: Return on Equity, Return on Assets, Financial Gear-
ing, Profit Margin, Asset Turnover Ratio, EBIDA, EBIT, NOPAT, Fixed Assets Turnover Ratio and
Working Capital Assets Turnover Ratio. These figures were calculated on reformulated balances
and income statement.

The strategic and economic analysis of Hummel gave birth to a budget and terminal period, along
with a rate for return requirements when estimating the question of what Hummel is worth. The
result of DKK 1,4 billion where tested through a sensitivity analysis where the interval was between
1,2 and 1,6 billion.

1.2 INDLEDNING

Christian Stadil har foretaget den største investering i programmet Løvens Hule, målt på tværs af alle tidligere deltagende nationer¹. Dette fangede vores interesse, da programmets formål er at skabe nye iværksættersucceser, ved at kendte og vellykkede entreprenører investerer en del af deres private formue, i de forretningsidéer der bliver fremvist for dem. Christian Stadil's beslutning må derfor have været af væsentlig betydning, da han valgte at investere to mio. kr. af hans private formue i et forholdsvis ukendt iværksætterprojekt.

Derudover fangede det vores interesse, da dagdrømmene leder en hen på ønsket om en økonomisk handlefrihed, hvor der er plads til at foretage den type investering, uden sikkerhed eller uden synlige og mærkbare ændringer i dagligdagen. Vi har derfor undersøgt nærmere, hvordan Christian Stadil har opnået denne formue.

Her har vi kunne konstatere, at hans selskaber igennem en årrække, har leveret tilfredsstillende resultater, der har resulteret i store udbytteudlodninger², som efterfølgende er blevet investeret i nye forretningsgrene, bl.a. igennem programmet Løvens Hule. Christian Stadil har udbetalt 265 mio. kr. i udbytte til sig selv over de seneste fem år. Dette har kunnet lade sig gøre, da brandet og koncernens flagskib Hummel har leveret vækst igennem 20 år³. Det indikerer at Hummel er en cash cow for dets aktionærer.

Hummel's ultimative ejer, Christian Nicholas Stadil⁴, bruger altså som nævnt en andel af disse udbytter til investeringer i nye forretningsben. Vi antager derfor, at Christian Stadil har vurderet, at han opnår et større afkast ved at foretage disse investeringer, end ved at lade pengene arbejde i Hummel, eller ved at foretage en reinvestering i samme branche.

Vi antager derfor, at udlodningen af udbytterne skyldes en analyse af, hvor Christian Stadil har kunnet opnå det største afkast på sine investeringer. Dette leder os nærmere ind på, om Stadil en dag vil komme frem til den konklusion i analysen, at han vil få et større afkast ved et eventuelt frasalg af Hummel.

¹ <http://www.business.dk/foedevarer/danske-rigmaend-kan-score-kassen-paa-loevens-hule>

² Årsrapporterne fra Hummel til Thornico Holding 2011 – 2015, jf. www.BIQ.dk

³ <http://fashionforum.dk/2015/06/17/hummel-praesenterer-vaekst-for-20-aar-i-traek/>

⁴ Ejer struktur og oplysninger, jf. www.BIQ.dk

1.3 PROBLEMIDENTIFIKATION

Det kunne det være interessant at undersøge, hvilken værdi medvirkende investorer i Løvens Hule ville vurdere hans virksomhed til. Dette hvis han en dag skulle ønske at placere sin formue i en anden virksomhed end Hummel.

I forbindelse med et eventuelt salg, vil en fundamentalanalyse af Hummel være aktuel, hvorfor denne opgave vil kunne give inspiration hertil. Da Hummel ikke er børsnoteret, er der ikke allerede en markedsværdi og tilgængelig pris pr. aktie. Der identificeres derfor et problem i forhold til hvilken værdi Hummel-koncernen vil kunne handles til, samt hvordan Hummel-koncernen værdiansættes. Det er netop denne problemidentifikation som opgaven vil omhandle.

Det kunne også tænkes, at en af Hummels konkurrenter, Nike eller Adidas⁵, ønsker at opkøbe Hummel, da der er kommet en større træningstendens og da trendy sportstøj hermed er blevet mere attraktivt⁶.

Der er altså mange grunde til, at et eventuelt salg af Hummel ville kunne komme på tale, og det kunne derfor være interessant, at undersøge hvilken værdi en eventuel investor skal betale for Hummel, for at det generer et positivt afkast af deres investering.

Opgaven vil derfor omhandle en strategisk og regnskabsmæssig analyse, som vil blive anvendt til værdiansættelsen af Hummel, samt en beregning af hvilken værdi Hummel ville kunne handles til.

Den strategiske og økonomiske analyse giver indsigt i Hummels udvikling og markedsposition, og vil derved give et mere præcist bud på værdien af koncernen.

For at værdiansættelsen kan ske på et tilfredsstillende analysegrundlag, vil der blive foretaget en værdiansættelse af koncernregnskabet i Hummel Holding A/S og ikke blot Hummel A/S. Dette skyldes en forudsætning om, at en ny ejer ikke blot ønsker, at erhverve en del af Hummel-koncernen, men derimod at erhverve hele Hummel-koncernen, blandt andet fordi Christian Stadil er internationalt kendt for Hummel. Derfor vælger vi, at fokusere på et salg af netop dette brand. Dette omfatter ikke blot et salg af selve rettighederne for Hummel, men derimod et salg af hele Hummel-koncernen. Vi benævner Hummel Koncernen som Hummel i opgaven.

⁵ <http://www.bloomberg.com/news/videos/b/35e33de6-2214-4d9b-a202-ae7291082e08>

⁶ <http://www.dmegt.dk/nyheder/2013/02/GlobaltPotentialeISportstoej>

1.3.1 Problemformulering

Dette leder os frem til nedenstående problemformulering til brug for opgavebesvarelsen:

- Til hvilken værdi bør Hummel handles i tilfælde af et salg?

1.3.2 Undersøgelsesspørgsmål

For inddeling af problemformuleringen og videre struktur til opgaven, opdeler vi problemformuleringen i tre undersøgelsesspørgsmål:

1. Hvilken strategisk position har Hummel?
2. Hvordan er Hummels økonomiske udvikling?
3. Hvad er værdien af Hummel?

Ved undersøgelsesspørgsmål et behandles de strategiske valg Hummel har truffet, samt hvilken strategiske position virksomheden er i nu. Dette er med henblik på, at få den nødvendige kendskab til markedet og virksomheden, for begrundet at kunne analysere videre på regnskabstallene. Efterfølgende vil vi inddrage det i værdiansættelsen, hvor vi forudsætter fremtidigt budget mv. på baggrund af den nuværende position.

Ved undersøgelsesspørgsmål to behandles den økonomiske udvikling som Hummel har præsteret, med henblik på at kunne få et økonomisk analysegrundlag til den efterfølgende værdiansættelse.

Ved undersøgelsesspørgsmål tre behandles og vurderes værdien af virksomheden, for dermed at kunne få svar på den overordnede problemformulering.

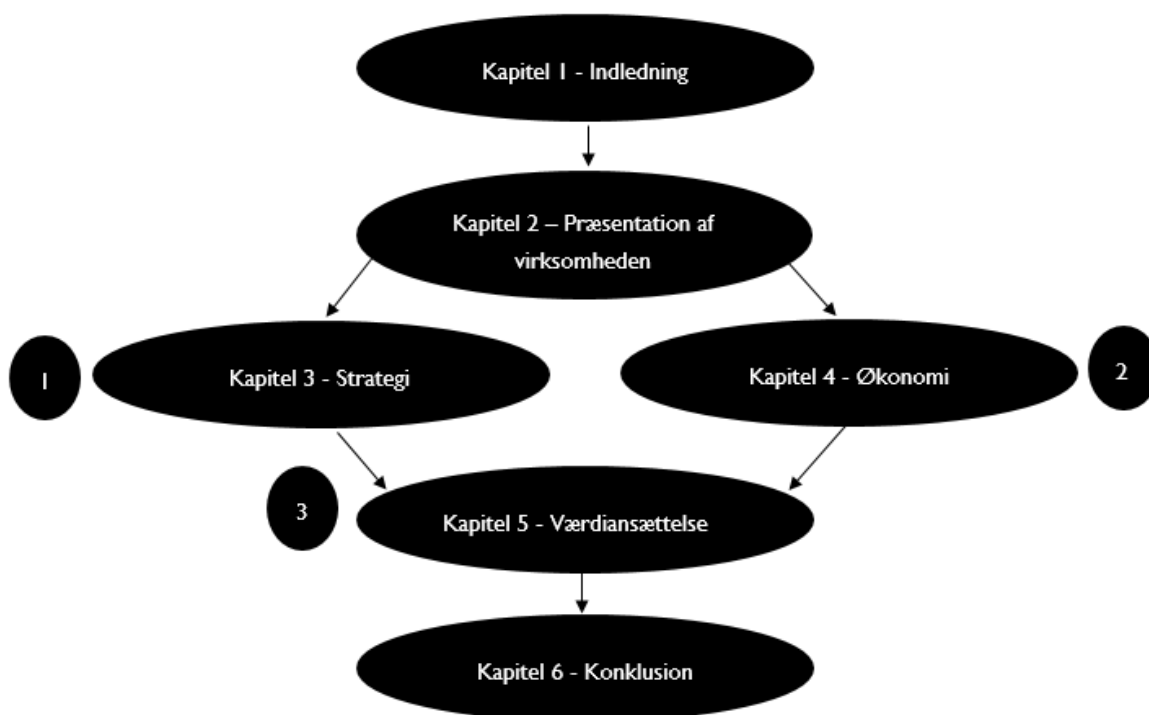
1.4 STRUKTUR OG METODE

I dette afsnit vil vi beskrive opgavens overordnede struktur og metodebrug, til brug for behandling af problemformulering og underliggende undersøgelsesspørgsmål. Vi inddeler opgaven i seks kapitler, Indledning, Præsentation af virksomheden, Strategi, Økonomi, Værdiansættelse og et afsluttende kapitel med en konklusion.

Dette giver en indledning til opgaven, en introduktion til den virksomhed som vi ønsker at undersøge, et kapitel for hvert af undersøgelsesspørgsmålene og et kapitel for svaret på vores spørgsmål.

1.4.1 Struktur

Ovenstående problemformuleringen og underliggende undersøgelsesspørgsmål, udmønter sig i denne visuelle figur af opgavens struktur.



Figur 1.1 – Egen fremstilling

De to første indledende kapitler og det sidste kapitel, er til generelt brug i opgaven ved udformning af spørgsmål, præsentation og svar på spørgsmål. De tre kapitler herimellem er besvarelse af de tre undersøgelsesspørgsmål, markeret med cirklerne et til tre. Kapitel tre og fire behandles særskilt til besvarelse af hhv. undersøgelses spørgsmål et og to, og tilsammen danner de grundlag for kapitel fem som besvarer undersøgelsesspørgsmål tre, og dermed den overordnede problemformulering i kapitel seks.

Denne struktur benytter vi til videre behandling nedenfor under metode afsnittet, for gennemgang af hvert kapitels individuelle struktur og plan. Det efterfølgende afsnit vedrører afgrænsningen for opgaven.

1.4.2 Metode

I dette afsnit vil vi gennemgå den metode vi vil anvende til besvarelse af opgaven, opdelt på hvert af de kapitler der har til hensigt, at besvare undersøgelsesspørgsmålene.

1.4.2.1 Kapitel 3 – Strategi

Kapitlet har til formål, at besvare undersøgelsesspørgsmål et vedrørende den strategiske position for Hummel, for at opnå den nødvendige strategiske viden om virksomheden til den efterfølgende regnskabsanalyse og efterfølgende værdiansættelse.

Som vi vil benævne i næste afsnit, afgrænses en stor del af opgaven til kun, at indeholde pensums bestemte modeller og teorier. I dette kapitel vil vi hovedsageligt benytte os af lærebogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" af Ole Sørensen, hvorfra vi vurderer at følgende modeller er relevante og brugbare for vores strategiske analyse:

- PESTEL
- Porters Five Forces
- Porters Generiske Konkurrencestrategier
- Kerne Kompetencer
- Ansoff's Vækstmatrice
- SWOT

De første to strategiske modeller anvendes til, at analysere branchen og omverdenen generelt for Hummel, mens de efterfølgende fire modeller analyserer de interne faktorer hos Hummel.

I PESTEL gennemgår vi seks forskellige omverdens faktorer, med henblik på en analyse af hvordan omverdenen påvirker det marked som Hummel agerer i, for derved at få et overblik over hvordan markedet kan håndtere de ændringer som sker i omverdenen, og derfor give indsigt i hvor attraktiv branchen er.

I Porters Five Forces gennemgår vi de fem forhold som påvirker markedet, med henblik på at skabe et overblik over markedssituationen, for derved at få konstateret hvilken form for konkurrence og påvirkninger der er i markedet, og derfor give indsigt i hvor attraktiv branchen er.

I Porters Generiske Konkurrencestrategier vil vi fastlægge hvilken konkurrence strategi Hummel benytter sig af, til analyse af positionen i markedet.

Ved gennemgang af Kerne Kompetencerne, undersøger vi hvilke faktorer der skaber værdi for forbrugeren og som kender tegner Hummel. Denne analyse giver indblik i hvordan Hummel fremstår på markedet i forhold til den værdi der skabes, og derved hvilken strategisk position koncernen har. Gennemgangen vil tage udgangspunkt i en værdikædeanalyse, dog afgrænser vi os fra at benytte hele modellen, da vi ikke mener der kan findes nok relevant og brugbart eksternt materiale til analyse af hele modellen.

I Ansoff's Vækstmatrice gennemgår vi hvordan Hummel agerer og har ageret på sit nuværende marked, med henblik på at fastlægge hvordan Hummel opnår deres vækst, for derved at kunne anvende dette til den videre værdiansættelse.

I SWOT gennemgår vi alle de ovenstående modeller, med henblik på at fastlægge hvilke styrker, svagheder, muligheder og trusler som Hummel har, for derved at få et overblik over i hvilken strategisk position koncernen har i markedet.

Ved analyse og gennemgang af ovenstående strategiske modeller besvares spørgsmålet om hvilken strategiske position Hummel har.

1.4.2.2 Kapitel 4 – Økonomi

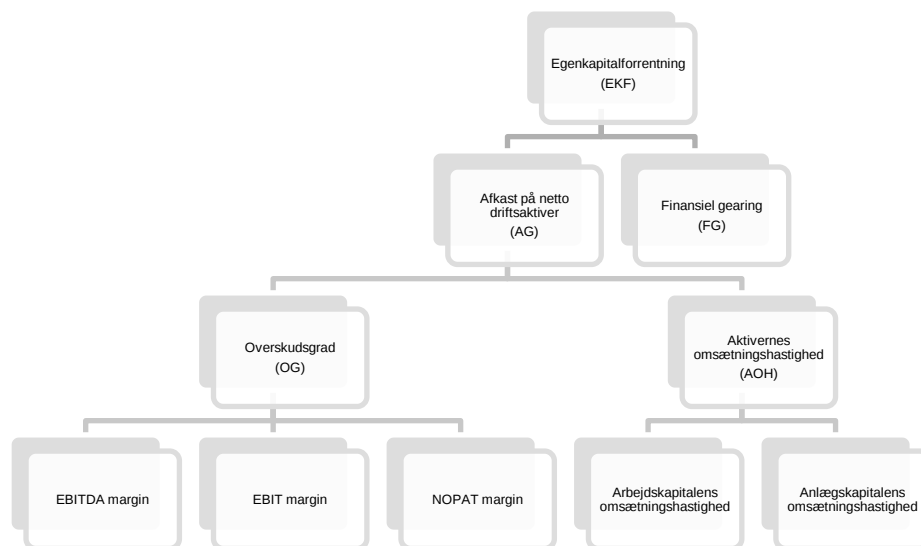
Kapitlet har til formål at besvare undersøgelsesspørgsmål to vedrørende den økonomiske udvikling for Hummel, for at opnå det økonomiske kendskab der skal til, for at kunne vurdere værdien på virksomheden.

Til brug for dette vil vi foretage en regnskabsanalyse af virksomhedens regnskabstal, efter en reformulering for adskillelse af driftsaktivitet og finansieringsaktivitet i tallene, og dermed få et klare og en mere korrekt analyse af den reelle værdi af Hummel.

Nøgletallene vi vil beregne på, tager udgangspunkt i pensum fra lærebogen "Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang" af Ole Sørensen, hvor følgende nøgletal vil blive analyseret:

- Egenkapitalens Forretning (EKF)
- Finansiell Gearing (FG)
- Afkastningsgraden (AG)
- Overskudsgraden (OG)
- Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

For brug ved analyse af disse nøgletal, læner vi os op af DuPont modellen som giver struktur til analysen og gennemgangen. Den har denne visuelle struktur:



Figur 1.2 –Egen fremstilling på baggrund af Regnskabsanalyse og værdiansættelse⁷

⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang – Ole Sørensen – 4. udgave

EKF er med for at give svar på hvorledes den indskudte kapital i virksomheden forrentes.

FG er med for at give svar på virksomhedens evne til, at bære et tab.

AG er det nøgletal i modellen, hvor rentabiliteten analyseres. Ved at gøre dette konstateres virksomhedens evne til at skabe overskud i forhold til den mængde likvider som er bundet i virksomhedens aktiver.

OG giver et overordnet indblik i virksomhedens indtjeningsevne, til brug for at angive hvor stor en andel af virksomhedens omsætning der bliver til overskud.

AOH giver et overordnet indblik i virksomhedens kapitaltilpasningsevne, til brug for analyse af virksomhedens egenskab til at skabe omsætning i forhold til hvor mange likvider der er bundet i aktiver.

Nøgletallene nederst i figuren ovenfor, benyttes udelukkende i opgaven til analyse formål i kapitel fire.

1.4.2.3 Kapitel 5 – Værdiansættelse

Kapitlet har til formål, at besvare undersøgelsesspørgsmål tre. Angående handelsværdien af Hummel, ved et eventuelt salg. Værdiansættelsen forudsætter en budgetperiode, som vil tage udgangspunkt i den strategiske analyse i kapitel tre, samt regnskabsanalysen i kapitel fire.

Der vil i opgaven anvendes værdiansættelsesmodellen RIDO, der er taget fra Ole Sørensens bog: Regnskabsanalyse og Værdiansættelse. Ved at benytte RIDO modellen tages der udgangspunkt i den regnskabsmæssige egenkapital og tillægger herefter nutidsværdien af de overnormale overskud fra driften, som virksomheden genererer i fremtiden.

For at kunne fortage denne værdiansættelse, skal driftsaktiviteternes kapitalomkostninger bestemmes, som også kaldes WACC. Ved dette tages der højde for det afkastkrav, som ejerne og långiverne har til den investerede kapital i virksomheden.

1.4.3 Generel afgrænsning

Analysen vil tage udgangspunkt i offentligt tilgængeligt materiale, herunder offentlige årsrapporter for samt offentligfortalte og kendte strategier. Der vil ikke være indhentet internt materiale fra Hummel. Ved anvendelse af offentligt tilgængeligt materiale, vil opgaven bedre afspejle hvilke informationer en eventuel investor har, hvorfor opgaven derved vil komme med en mere konkret værdi af Hummel, som en investor vil se den.

Derudover vil der blive benyttet pensum bestemte bøger til brug for udarbejdelsen af analysen, men et enkelt tilvalg af en bog ved beregningen af værdiansættelsen⁸.

Opgaven vil kun omhandle de allerede eksisterende værdiskabende aktiviteter i Hummel.

De anvendte årsrapporter i opgaven, vil være de fem seneste aflagte årsrapporter for Hummel, som vil blive benyttet til at foretage analysen omkring den økonomiske udvikling i koncernen. I kapitlet omkring værdiansættelsen, vil der blive fastsat en udviklingstendens som vil blive brugt i budgetperioden i den anvendte model. Det samme gør sig gældende for terminalperioden.

Ydermere afgrænser vi opgaven fra at omhandle konkurrenterne til Hummel, og hvordan de positionerer og har udviklet sig sammenlignet med Hummel. Derfor vil opgaven ikke indeholde strategiske analyser eller regnskabsmæssige analyser af konkurrenterne.

Til sidst afgrænser vi os fra hvilke effekter et salg personligt har for Christian Stadil, samt hvilken pris han vurderer.

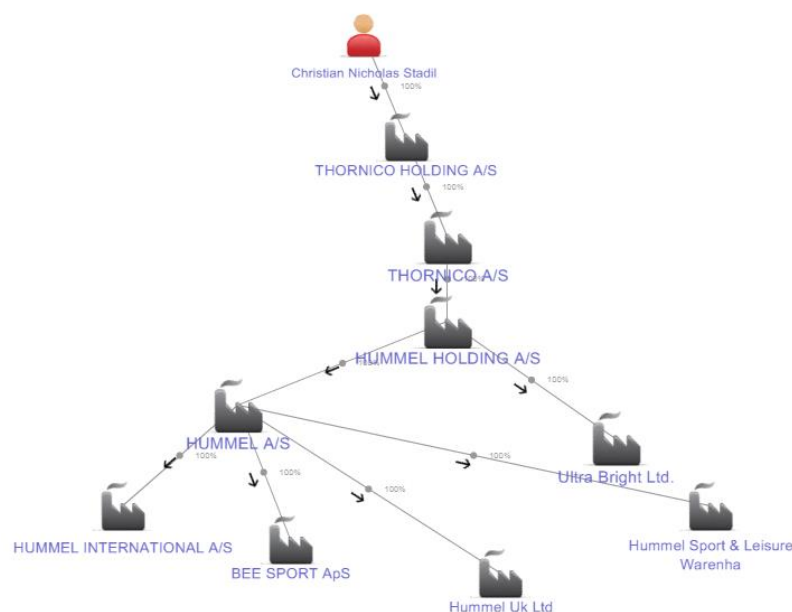
⁸ Financial Statement Analysis, af Christian V. Petersen & Thomas Plenborg

2. PRÆSENTATION AF VIRKSOMHEDEN

Hummel er en tidligere tysk virksomhed, som startede i 1923 under havnet Messmer & Co. Virksomheden startede med at udvikle fodboldstøvler, og senere sportskollektioner⁹. I 1968 underskriver Hummel sin første sponsoraftale med fodboldklubben Duisburg fra Tyskland. Christian Stadil kommer ind i Hummel i 1999, da THORNICO overtager Hummel, og dermed bliver ny ejer. Christian Stadil introducerer en kollektion med originale Hummel styles, som gør at Hummel bliver positioneret som et trendsættende sportsbrand. Denne trendsættende tendens, skyldes blandt andet, at Hummel begyndte at sende vareprøver til forskellige kendisser, som herefter blev set i Hummel tøj¹⁰. Hummel har efterfølgende oprustet deres forretning ved at foretage yderligere sponsoraftaler med fodbold- og håndboldklubber, som har øget positionen på det danske marked.

I takt med, at Hummel har opnået stor vækst i gennem længere tid, har de justeret koncernens ejerstruktur.

Ejerstrukturen for Hummel er som vist i nedenstående figur:



Figur 2.1 - Kilde: BiQ.dk¹¹

⁹ <http://www.hummel.net/DK/om/hummels-historie>

¹⁰ <http://humselfashion.blogspot.dk/2012/09/hummels-historie-kort-fortalt.html>

¹¹ Ejer struktur, jf. www.BIQ.dk

Som det kan ses af ovenstående ejer struktur, har Hummel oprettet udenlandske selskaber, som anvendes til salg af Hummel produkter i det pågældende land. Hummel er derfor gået fra at være et mindre dansk sportsbrand, til at være en international aktør. Dette kan også ses hos de konkurrenter, som Hummel selv nævner som konkurrenter. Her nævnes blandt andet Nike, Adidas og Puma¹².

I takt med en generel global træningstrend, er der samtidig kommet mere fokus på sports- og træningstøj. Dette skal være trendy og mode rigtigt sports- og træningstøj, hvilket også kan ses i de produkter Hummel og deres konkurrenter producerer. Dette har ligeledes været den form for sports- og træningstøj, som Hummel har produceret siden 1999, hvor Christian Stadil trådte ind i Hummel¹³. Markedet hvorpå Hummel befinder sig, kan derfor defineres som markedet for *"Produktion og handel med trendy sportstøj"*. Det er også denne definition, som vil blive anvendt igennem opgaven.

Efter indtrædelsen af Christian Stadil som ejer af Hummel-koncernen, har koncernen opnået vækst i gennem en 20-årig periode¹⁴. Væksten afspejles i omsætningens udvikling over de seneste fem år, som er steget med 48,77 % fra regnskabsåret 2011 til 2015¹⁵. Til trods for at værdiansættelsen foretages af Hummel, udgør Hummel A/S en stor del af dette regnskab, og af den samlede koncern. Derved er udnævnelsen af Hummel A/S som gazelle virksomhed i 2013, ligeledes en bekræftelse af, at Hummel-koncernen har præsteret vækst, og derfor kan betegnes som en vækstvirksomhed¹⁶.

Dette finder vi yderst imponerende, da vi sjældent hører om Gazelle virksomheder som har eksisteret i 80 år med trecifrede millionbeløb i omsætningen.

Hummel-koncernen og Hummel Holding A/S, kan derfor opsummeres som en tidligere tysk virksomhed, som i 1999 blev overtaget af THORNICO, som også indebar indtrædelse af Christian Stadil i Hummel. Dette var starten på en ny tid i Hummel, som begyndte at præstere overskud samt tildelingen af titlen som gazellevirksomhed i 2013.

¹² <http://www.bloomberg.com/news/videos/b/35e33de6-2214-4d9b-a202-ae7291082e08>

¹³ <http://www.hummel.net/DK/om/hummels-historie>

¹⁴ <http://www.dmegt.dk/nyheder/2015/06/hummel-skaber-vaekst-trods-benhaard-konkurrence>

¹⁵ $(kr. 834.182/kr. 560.690-1)*100 = 48,77\%$

¹⁶ <http://www.dmegt.dk/nyheder/2013/10/BranchensGazeller2013>

3. STRATEGI

Dette kapitel har til formål at besvare undersøgelsesspørgsmål 1, hvor vi undersøger hvilken strategisk position Hummel befinder sig i. Dette gøres ved at foretage strategiske analyser af branchen og markedet, ved brug af omverdens modeller, for derefter og foretage interne strategiske analyser der kan give svar på hvordan branchen og markedet har og stadigvæk påvirker de strategiske valg Hummel foretager sig.

Dette opsummeres i en samlet SWOT analyse, der giver svar på hvilke styrker, svagheder, muligheder og trusler, som Hummel står overfor. Herved vil det være muligt, at give en samlet konklusion på hvilken strategisk position Hummel har.

3.1 INDLEDNING

For at kunne foretage de eksterne strategiske analyser, er det nødvendigt, at definere i hvilken branche og marked som Hummel opererer i.

Hummel er offentlig kendt for sportstøj, og fortæller også selv at deres konkurrenter er virksomheder som Nike, Adidas og Puma, som også er sportstøjs- og udstyrs mærker¹⁷. Vi definerer derfor Hummel som et sportstøjsmærke, på lige fod med disse konkurrenter. Ligeledes definerer vi Hummel som et trendsættende sportsbrand, som de også selv betegner sig som¹⁸.

Vi definerer derfor branchen og markedet som, "*produktion og handel med trendy sportstøj*".

Denne definition er mere snæver og præcis, end den markedsdefinition som Hummel er oprettet under på CVR¹⁹; "*Engroshandel med beklædning*".

Vi præciserer markedsdefinitionen yderligere, ved og tilføje ordet; "*internationalt*". Dette gør vi som følge af, at Hummel handler og producerer internationalt, og derfor bør analyseres som en international virksomhed i tilfælde af opkøb. Hummels konkurrenter er også internationale spillere, hvorfor dette også giver indikation hertil. Alternativet ville være og kigge på Danmark, Skandinavien eller Europa alene, men da en investor ville købe hele Hummel Koncernen, giver det derfor mest mening og foretage analyserne på baggrund af Hummels position på det internationale marked.

¹⁷ <http://www.bloomberg.com/news/videos/b/35e33de6-2214-4d9b-a202-ae7291082e08>

¹⁸ <http://www.hummel.net/DK/om/hummels-historie>

¹⁹ Virksomhedsoplysninger, jf. www.BIQ.dk

3.2 STRATEGISKE OVERVEJELSER

De strategiske overvejelser, som vi vil gennemgå i dette afsnit for Hummel, vil være lidt historisk fra da Christian Stadil indtrådte i Hummel, og frem til hvilke strategiske valg Hummel træffer dagen i dag.

Vi tager som nævnt i metodeafsnittet, kun udgangspunkt i offentligt tilgængeligt materiale, som i dette afsnit vil være i form af; Hummels hjemmeside, artikler og nyhedshistorier, brancheanalyser til indikation af markedets bevægelser og position, samt andet relevant materiale som også fremgår af litteraturlisten.

Afsnittet vil give indblik i strategien hos Hummel og i markedet, til brug for videre analysering i de strategiske modeller. Vi opdeler overvejelserne i mindre underoverskrifter, til præcisering og strukturering af gennemgangen.

3.2.1 Marked

Markedet for sportstøj stammer helt tilbage fra før 1930 i USA, hvor sportstøjs primære funktion var at blive benyttet til sportsaktiviteter²⁰. I takt med at dresscoden for USA blev mere uformel op igennem 1930'erne og 1940'erne, begyndte forbrugerne at benytte sig af sportstøjet til daglig brug. Dette resulterede i, at der kom mere fokus på designet af sportstøjet. Flere af vor tids kendte tøjdesignere begyndte i 1980'erne og 1990'erne at designe trendy sportstøj. Det er designere såsom Marc Jacobs, Ralph Lauren, Calvin Klein og Tommy Hilfiger. I takt med at interessen for trendy sportstøj er vokset, har designere der ikke normalt arbejder med sportstøj, indarbejdet dette element i deres kollektioner.

Denne store interesse for det trendy sportstøj, kan også ses på den globale vækst der er i salgstallene for sportstøj. Den globale vækst var alene mellem 2012 og 2013 på 7,5 %, hvilket betød at der blev omsat for 244 mia. USD²¹. Markedet forventer allerede i 2017 at øge deres globale omsætning med 55 mia. USD. Yderligere forventes det, at den globale omsætning i Rusland i 2017 vil være fordoblet i forhold til 2012, jf. Euromonitor analysen ^{(link via fodnote 21).}

²⁰ <http://deersted.com/article/sportstj>

²¹ <http://www.dmogt.dk/nyheder/2013/02/GlobaltPotentialeISportstoej>



Sportsbegivenheder såsom VM i fodbold i 2014, har en særlig positiv påvirkning på markedet. Det er netop ved disse begivenheder, at producenterne kan fremvise deres nye produkter samt øge salget gennem aktiviteter og arrangementer²².

Markedet for sportstøj har derfor opnået en massiv vækst gennem de seneste 10-15 år, hvor det kan ses at løbe industrien i USA vokser med 9 % om året²³. Ud over USA kan ses konstateres at markedet i Rusland er vokset med 50 % over 15 år, samtidig med at markedet i Kina vokser med over 20 % om året. Markedet for sportstøj kan derfor konstateres at være kraftigt voksende²⁴.

3.2.2 Udland

Da Hummel som udgangspunkt er tysk, har dette marked altid været en del af Hummels salgskanaler. Det er også her, at Hummel skabte deres brand, og hvor forbrugerne i første omgang fik kendskab til Hummel²⁴. Hummel var fra starten kun fokuseret på det tyske marked, hvor de igennem sponsorater kom ud til mange tyske forbrugere. I takt med at Hummel opnåede større og større succes på det tyske marked, begyndte Hummel at udvide til nye markeder.

Det tyske marked har især for Hummel opnået en stor vækst over de seneste år. Væksten på de allerede eksisterende markeder, er den vækst som skal danne grundlag for de fremtidige markeder, som Hummel begynder og operere på.

Udenlandske markeder som det japanske marked, åbnes i flere tilfælde med en distributør²⁵. Der igennem har Hummel ikke samme opstartsomkostninger, men vil heller ikke opnå samme fortjeneste ved fremtidig indtjening. Derved opnår Hummel en afgræsning i forhold til de økonomiske risici, som der er ved at åbne på et nyt marked.

²² <http://sportexecutive.dk/nike-og-adidas-dominerer-markedet/>

²³ http://penge.borsen.dk/artikel/1/310547/her_er_sportsaktien_der_er_steget_med_800_pct.html

²⁴ <http://www.hummel.net/DK/om/hummels-historie>

²⁵ <http://www.business.dk/fashion-design/hummel-indtager-japan>



Når Hummel har valgt at gå ind på nye geografiske markeder, er det ikke sket ved en hurtig beslutning. I forbindelse med indtrædelsen på det kinesiske marked, tog Hummel kontakt til Eksportrådet, som med hjælp fra Hummel nedsatte en fokusgruppe, som skulle bedømme Hummels produkter, og deres mulighed for at skabe succes på det kinesiske marked²⁶.

Det næste skridt for Hummel i forhold til nye geografiske markeder, er USA²⁷. Selvom USA er Nikes hjemmebane, forventer Hummel at kunne opnå succes på det amerikanske marked, grundet det amerikanske fodbold landsholds succes, samtidig med at de vil fokusere på deres differentieringsstrategi.

Efter at Hummel har startet butikker og shop-in-shops i Tyrkiet, har dette også været med til at øge indtjeningen. Dette skyldes blandt andet, at dele af produktionen allerede er placeret i Tyrkiet, hvorfor Hummel hurtigere kan tilpasse deres produkter til de efterspurgte trends i markedet, samt få andel i de logistikmæssige fordele der ligger ved, at have produktion i samme land som sælger til.

3.2.3 Kundesegment

Kundesegmentet hos Hummel har igennem virksomhedens levetid udviklet sig sideløbende. Fra Hummel leverede fodbold støvler og fodboldtøj, til at Hummel i dag arbejder hårdt på at nå ud til den yngre og modrigtige målgruppe²⁸.

Kundesegmentet for Hummel har fulgt den samme udvikling som dets produkter. Fra 1923 hvor Hummel blev stiftet til 1969, producerede Hummel kun fodboldtøj og fodboldudstyr, hvorfor kundesegmentet derfor var fodboldspillere. Først i 1969, hvor Hummel lancerer en sportstøjskollektion, begynder kundesegmentet at ændre sig, til også at omfatte forbrugere der ikke dyrker fodbold²⁹. I takt med at markedet for sportstøj som tidligere nævnt, har fået producenter til at fokusere på det modemæssige perspektiv i sportstøjet, har Hummel gjort det samme.

²⁶ <http://fashionforum.dk/2011/05/27/laer-af-hummel-undersog-markedet-grundigt-for-du-ekspanderer/>

²⁷ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/112110/artikel.html>

²⁸ <http://cover.dk/hummel-vi-kigger-mod-fortiden-for-at-skabe-fremtiden/>

²⁹ <http://www.hummel.net/DK/om/hummels-historie>



For at ramme en bredere kundegruppe, har Hummel oprettet en selvstændig enhed "Hummel Hi-ve", som har til formål, at producerer og lancerer moderigtige kollektioner af Hummels produkter. Derved søger Hummel at nå ud til den mere kræsne forbruger³⁰.

Hummels egen mission er, at "målrette sig mod sportshold og individer med karakter, god energi og teamånd"³¹. Hummels kundesegmenter kan også defineres som kvinder og mænd, piger og drenge mellem 10 og 45 år. Med andre ord, er Hummels nuværende primære kundesegment den unge forbruger³².

3.2.4 Produkter

Når man kigger på Hummels hjemmeside i dag, kan man se fire forskellige faner med produkter, der er opdelt efter deres kundesegmenter; Herre, Dame, Dreng og Pige, samt to faner med tilbehør og kollektioner³³.

Under hver af disse faner er produkterne yderligere opdelt i fire kategorier; Sport, Lifestyle, Sko og Training, som viser at man kan købe alt fra T-shirts, badetøj og badesandaler, til baselayers og leg-gins.

Dette indikerer, at Hummel har udviklet og produceret en bred ramme af produkter til de tidligere nævnte nye og gamle kundesegmenter. Tilbage i 90'erne havde Hummel et produktsortiment bestående af sportstøj og udstyr, til det oprindelige kundesegment.

Når man sorterer på nyeste produkter på Hummels hjemmeside, kan det ses at virksomheden i nyere tid er begyndt og producere specielle joggingbukser³⁴, som sidder strammere og er mere moderigtige, samt at de er begyndt og producere og sælge gummistøvler og regnfrakker³⁵. Det ene produkt viser hvordan Hummel i den seneste tid, følger med trenden og forsøger at differentierer sig igennem produkterne. Den anden produktgruppe viser hvordan Hummel forsøger at ud-

³⁰ <http://cover.dk/hummel-vi-kigger-mod-fortiden-for-at-skabe-fremtiden/>

³¹ <http://www.hummel.net/DK/om/mission>

³² <http://www.dmoget.dk/nyheder/2014/06/TyrkietErHummelsGuldaeg>

³³ <http://www.hummel.net/DK/>

³⁴ <http://stayclassy.dk/fede-joggingbukser-til-maend/>

³⁵ <http://www.hummel.net/AA/Collections>

vide markedet og ramme endnu bredere i markedet, både med nye målgrupper; folk med regntøj; men også med et større udvalg til de nuværende segmenter.

Ud over ovenævnte udvikling på produktsortimentet, har Hummel også udviklet en mobil spille app, hvor man kan skyde en fodbold i mål. Denne app har til hensigt, at markedsføre Hummels produkter på en anderledes og mere i tiden med den teknologiske udvikling. Spillet viser alle sponsoraterne, der indikerer hvert "level" i spillet, og viser virksomhedens CSR identitet³⁶, ved og sende en fodbold til de fattigste lande i verden, for hver person der gennemfører spillet.

3.2.5 Markedsføring

Markedsføringen hos Hummel er præget af differentiering. Dette kan blandet andet ses i deres sponsorater, samt hvordan disse sponsorater udføres. Utraditionelle sponsorater hos Hummel kan nævnes Christiania, det afghanske kvindelandshold i fodbold, samt fodboldklubben FC. St. Pauli³⁷. Disse sponsorater vækker opmærksomhed og differentiere sig, da sponsoraterne er af utraditionel karakter. Dette skyldes det politiske aspekt i forhold til Christiania, Afghanistan og St. Pauli. Christiania og Afghanistan er begge to plaget af at dele vandene politisk, hvorfor et sponsorat heraf, ikke findes traditionelt. Det samme gør sig gældende med St. Pauli, som har været kendt for en stor fan uro, hvorfor det vil være normalt at tage afstand fra fodboldklubben. Her har Hummel valgt, at gøre de modsatte og indgå en sponsoraftale, hvilket skaber omtale.

Når sponsoraftalerne er indgået, har Hummel også formået og skabe omtale ved design af f.eks. fodboldtrøjer. Dette kan bare ses på designet af fodboldtrøjer, for den spanske fodboldklub Cultural y Deportiva Leonesa. Her designede Hummel spillertrøjer som en smoking, hvorved at meningerne på de sociale medier delte vandene³⁸. Derved formåede Hummel også og differentierer sig på deres design.

Hummel formår også at inkludere deres forbrugere og kunder i deres markedsføring. I forbindelse med lanceringen af Hummels fashion footwear kampagne, kunne forbrugerne filme en konkurrence mellem venner og uploade på en hjemmeside. Herefter ville Hummel udvælge de bedste filmklip og bruge disse i deres markedsføringskampagne³⁹. Derved skabes der en relation mellem

³⁶ <http://www.hummel.net/DK/om/mobile-football-game>

³⁷ <http://www.hummel.net/DK/om/sponsorater---fodbold>

³⁸ <http://markedsforing.dk/artikler/pr-kommunikation/hummel-tr-je-v-kker-opsigt>

³⁹ <http://markedsforing.dk/artikler/hummel-l-gger-kampagne-til>



Hummel og forbrugeren, som kan medføre at de forbruger, som er med i markedsføringskampagnen føler sig tættere knyttet til Hummel, som kan medføre præferencer.

Markedsføring fra Hummel foretages også i tv-programmer. Da Hummel begyndte deres indtrængen på det tyrkiske marked, valgte Hummel at indgå en sponsoraftale med den tyrkiske udgave af Robinson Ekspeditionen, hvor deltagerne ikklædes tøj fra Hummel. Derved opnåede Hummel at komme ind i stuerne til 20-30 mio. tyrkere⁴⁰, som ved at se Robinson Ekspeditionen også så Hummels ikoniske vinkler. Markedsføringen benyttes derfor ikke blot til at bevare sine markedsandele på allerede eksisterende markeder, men også ved markedsudviklinger.

For Hummel og Christian Stadil er det især differentieringen som er essentiel, og Christian Stadil lægger vægt på at dette er vigtigt⁴¹. Blot inden for de seneste fem år har differentieringen været i fokus, hvilket blandt andet kan ses i ovenstående sponsorater som alle er tegnet i denne periode.

3.2.6 Brand

Brandidentiteten hos Hummel har altid som udgangspunkt været og skille sig ud, ved at være trendy og have fokus på de nye trends⁴². I takt med skiftende tider i samfundet, har Hummel været nødsaget til og ændre markedsføringsmetoder, for at kunne opretholde denne identitet. De skiftende markedsføringsmetoder, som vi netop har gennemgået, kan tydeligt ses på deres hjemmeside, hvor det første der dukker op er en "pop-up" box, med chance for at vinde billetter til Grøn

Koncert og et billede af rap gruppen Suspekt, iført Hummel tøj, som derfor appellerer til det unge segment og de mennesker der er en del af first-movers.

Brandingen af Hummel bærer præg af den differentieringsstrategi, som er beskrevet ovenfor. Da Hummel differentiere sig med deres markedsføring, er dette med til at skabe en brandværdi i Hummel, som kan være værdifuld på længere sigt⁴³.

⁴⁰ <http://www.business.dk/detailhandel/lokalproduktion-og-robinson-ekspedition-kickstarter-hummels-tyrkiske-ev>

⁴¹ http://www.christianstadil.com/media/stadil/Oplevelsesregnskabet_ChristianStadil.pdf

⁴² <http://www.hummel.net/DK/om/mission>

⁴³ http://www.christianstadil.com/media/stadil/Oplevelsesregnskabet_ChristianStadil.pdf

3.3 STRATEGISKE MODELLER

Vi vil i dette afsnit benytte os af de netop gennemgåede strategiske overvejelser, som input til de valgte modeller fast i metode afsnittet. Dette er som nævnt en analyse af de eksterne faktorer, for derefter at gå over i en analyse af de interne faktorer, for til sidst at slutte i en samlet SWOT analyse og dermed konklusion på den strategiske position.

3.3.1 Pestel

Vi vælger at anvende en PESTEL-model, da denne model er med til at give et indblik i de makrofaktorer, som påvirker Hummel. Modellen giver mulighed for at analysere og identificere hvilke eksterne forhold, som påvirker erhvervsudfoldelsen i fremtiden og muligheden for virksomhedens værdiskabelse⁴⁴.

3.3.1.1 Politiske (Political)

Da branchen og markedet i det store hele selv står for produktionen af deres trendy sportstøj, vil en forhøjelse af eventuelle afgifter på produktionen eller eksporten være en direkte ekstraomkostning for aktørerne. Produktionen af aktørernes produkter foregår i flere lande i Asien⁴⁵, hvorfor branchen og markedet også her er afhængig af i hvilken politisk situation det pågældende land, befinder sig i. Eksempelvis har Kina i mange været kendt for et effektivt og billigt land og få produceret sine varer i, mens der i de senere år er pålagt Kina en stor række politiske krav til miljø, minimumsløn mm., som gør det dyrere for virksomhederne, at få produceret deres produkter i landet⁴⁶. Branchen er derfor afhængig af de politiske parametre der gør sig gældende på tværs af landene, og særligt er eksportbarrierer af en væsentlig betydning for internationale selskaber der sælger og producerer verden over.

⁴⁴ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 4. udgang, side 66

⁴⁵ http://fashionforum.dk/2010/09/17/article_kinesiske-lonninger-er-tredoblet/

⁴⁶ http://www.cleanclothes.dk/index.php?option=com_content&view=category&layout=blog&id=42

En mulighed for at undgå denne situation, som branchen og markedet kan ende i, kan løses ved at producere lokalt. Dette er et forhold, som Hummel allerede praktiserer i Tyrkiet⁴⁷, hvorfor de logistiske omkostninger alt andet lige er mindre. Derved undgår Hummel også fremtidige eventuelle afgifter ved eksport. Dette er dog et dyrt alternativ, hvis der skal oprettes produktionsfaciliteter ved alle geografiske områder, hvor de pågældende aktører opererer.

Ydermere er forhold som børnearbejde relevant for markedet, i forhold til hvordan der deres produkter produceres. Sker det, at enkelte producenter i markedet anvender børnearbejde, vil dette påvirke markedet i en negativ retning. Det skyldes, at forbrugerne vil kunne få en generel opfattelse af, at dette er normale produktionsforhold for markedet. Børnearbejdet og de eventuelle slave-lignende tilstande, behøver ikke nødvendigvis, at være hos aktørerne i markedet selv. I Nikes tilfælde, har det været en underleverandør, som anvendte børnearbejde, samtidig med at der var slave-lignende arbejdsforhold⁴⁸. Det er ikke kun Nike, som har underleverandører der benytter sig af børnearbejde, men aktører som Adidas og Reebok, har ligeledes benyttet denne type arbejdskraft⁴⁹.

I sammenhæng med børnearbejde, er lønnen i de pågældende lande også relevant. Her kan der blandt andet blot ses på, hvordan der i Danmark kan være udfordringer i forhold til fagforeninger, og virksomheders arbejdsmiljø. Igen kan Nike nævnes som tilfælde, hvor der har været dårlige arbejdsforhold. Det kan her nævnes, at arbejdslønnen i enkelte tilfælde har været under 1 dollar om dagen, og med arbejdsuger på op til 70 timer⁵⁰. Disse forhold skaber et generelt dårligt indtryk af branchen og markedet, som samlet lider under denne omtale. Det samme gør sig gældende den modsatte vej. Hvis enkelte aktører viser at der er styr på arbejdsforholdene, herunder lønnen, er der større villighed fra forbrugerne til at erhverve branchens produkter⁵¹.

Forhold omkring driften af de forskellige virksomheder i branchen, optimering heraf, på f.eks. skatten, har ligeledes en påvirkning på branchen. Hvis aktørerne ønsker at flytte overskud fra skattetrykte lande, til lande hvor skattetrykket er lettere, vil aktørerne her skulle overveje de politiske forhold, som gør sig gældende. Der vil her kunne snakkes om Transfer Pricing, hvor OECD har udar-

⁴⁷ <http://stiften.dk/aarhus/hummel-satser-paa-robinson-stjerner-aarhusiansk-toejgigant-erobrer-tyrkiet>

⁴⁸ <http://www.dr.dk/nyheder/penge/elendigt-arbejdsmiljoe-paa-nike-fabrik>

⁴⁹ <https://www.information.dk/2007/07/boernearbejde-truer-pakistans-fremtid>

⁵⁰ <https://www.information.dk/1999/10/nike-anklages-vold-lav-loen>

⁵¹ <http://fashionforum.dk/2013/01/31/christian-stadil-forholdene-skal-bare-vaere-i-orden/>

bejdet guidelines til brug herfor⁵². Disse politiske regler for, hvordan de skattepligtige indkomster placeres rundt omkring i verdenen, påvirker i store træk branchen. Der kan her spekuleres i, hvordan virksomhedsstrukturen skal opbygges. Det kan blot nævnes at Adidas, har været under mistanke for, at spekulerer i Transfer Pricing, for at undgå og betale skat⁵³. Selve problemstillingen med virksomhedsstrukturen og Transfer Pricing, er ikke kun et problem med markedet for *"produktion og handel med trendy sportstøj"* men et generelt business issue⁵⁴.

I forlængelse af de politiske påvirkninger på virksomhedsstrukturen, kan ligeledes nævnes den politiske påvirkning af udlodning af udbytte. Hvis udbytte udlodningen er mere fordelagtig, at foretage i et bestemt land, frem for et andet, vil de forskellige aktører i branchen forsøge at allokere overskuddet i koncernen herover. Dette leder os tilbage til problematikken med Transfer Pricing. Beskatningen og selve udlodningsproceduren har derfor også en påvirkningen på hvordan branchen driver deres forretninger.

3.3.1.2 Økonomiske (Economic)

De økonomiske forhold har ligeledes en stor effekt på hvordan branchen og markedet for trendy sportstøj planlægger deres strategi. Dette skyldes blandet andet den globale økonomi, og hvordan forbrugerne vælger at anvende deres rådighedsbeløb. Grundet den globale økonomiske krise, som har resulteret i en lav konjunktur, har det alt andet lige betydet, at forbrugerne har en mindre købetran, hvorfor branchen og markedet ikke opnår samme omsætning. En lavere omsætning betyder, at aktørerne skal planlægge deres strategi efter at optimere deres omkostninger og interne processer.

Ud over den globale økonomiske krise som har påvirket og til dels stadigvæk påvirker markedet, vil heriblandt valutauro også påvirke markedet⁵⁵. Aktørerne skal derfor handle i valuta efter hvor de kan opnå den største gevinst. Såfremt der omsættes i valuta der ikke er devalueret, og foretages

⁵² <http://www.oecd.org/ctp/transfer-pricing/>

⁵³ <http://investinvietnam.vn/lng/2/detail/5362/Adidas-Vietnam-suspected-of-using-transfer-pricing-trick-to-evade-tax.aspx>

⁵⁴ <http://www.journalofaccountancy.com/issues/1998/jul/carter.html>

⁵⁵ <http://www.business.dk/global/valutauro-kan-gavne-danmark>

indkøb i devalueret valuta, hvilken de forskellige aktører i branchen og markedet, udnytte en valutauro til deres fordel. Dette kan dog være svært at planlægge sig til, hvorfor det som udgangspunkt, vil være de største aktører der kan udnytte dette, da de har stordriftsfordele og flere selskaber rundt omkring i verdenen. Derved kan der indkøbes igennem et land og sælges i et andet.

Segmenteringen omkring hvor branchens aktører, planlægger eventuelt at øge deres salg og markedsføring, bliver ligeledes påvirket af de globale økonomiske forhold. Det samme gælder overvejelserne omkring om virksomhederne skal foretage investeringer. Det er under lavkonjunktur, at der kan scores ekstra store gevinster på de rigtige investeringer. Dette kan blot ses på Hummel, som investerede to-tre gange mere end de plejede under krisen⁵⁶. Disse investeringer gjorde at Hummel kunne servicere markedet hurtigere end deres konkurrenter, hvor i gennem Hummel har kunnet opnå en konkurrencefordel.

Aktørerne i branchen skal derfor foretage en afvejning af, om hvordan der skal ageres under en finanskrisen. I Hummels tilfælde valgte virksomheden at foretage yderligere investeringer, for der igennem at kunne opnå en konkurrencefordel. Ydermere kan producenter og forhandlere gribe til den mulighed, at de fastsætter videresalgspriser til deres samarbejdspartnere, selvom dette er ulovligt⁵⁷. I sådanne tilfælde, vil virksomhederne have incitament, til at intensivere deres markedsføring, for der igennem at kunne opretholde deres salg og omsætning. Branchens aktører vil derfor ikke opleve samme fald i indtjening, til trods for en global finanskrisen.

Lønnen for medarbejderne i de lande, som branchens aktører opererer i, er også et økonomisk forhold, som påvirker branchen. I lande hvor der generelt er høje lønninger, vil lavkonjunktur, alt andet lige, have en større effekt, end i lande hvor lønningerne er lavere. Det kan derfor være fordelagtigt, at branchens aktører under lavkonjunktur, ikke har egne butikker, men derimod har benytter sig af provisionslønnede agenter.

Dette skyldes, at agenternes løn afhænger af det salg som den pågældende virksomhed generer, hvorimod at medarbejderne til egne butikker skal have løn uanset om der bliver solgt varer eller ej. Andre lønforhold, som gør sig gældende, er medarbejdernes løn ved produktion. Her vil virksom-

⁵⁶ http://borsen.dk/nyheder/artikel/1/266593/hummel-chef_vi_investerede_da_de_andre_skar_ned.html

⁵⁷ <http://www.business.dk/detailhandel/hummel-politianmeldt-for-ulovlige-priser>

heder som udgangspunkt søge mod produktioner, hvor lønnen er lav og kvaliteten høj. Markedet bliver derfor presset, når lønningerne i Kina stiger, samtidig kapaciteten ved produktionen falder⁵⁸.

Omvendt kan en højkonjunktur have modsat effekt på markedet og lønnen. Det kan derfor være svært og benytte dette som styreredskab. De provisionslønnede er derfor mere fordelagtige i skiftende markeder, da det giver lavere omkostninger ved afvikling i tilfælde af det ikke går som forventet.

3.3.1.3 Sociokulturelle (Social)

De sociokulturelle forhold påvirker branchen i det omfang, at aktørerne er afhængige af den trend som er i markedet for trendy sportstøj. Hvis trenden inden for markedet skifter, og forskellige aktører ikke har kollektioner af samme karakter, vil dette alt andet lige betyde et fald i salget. Branchen og især aktørerne vil ikke hurtigt nok kunnet efterkomme den efterspørgsel som kan opstå, og dette vil betyde større kapitalbindinger af varelagre samt en forværring af likviditeten. Et eksempel på aktører i branchen, som forsøger og ramme de trends forbrugerne efterspørger, kan ses i det samarbejde Hummel A/S har med øvrige modebrands. Derved opnår Hummel A/S en hjælp og et indblik i de trends der er i markedet⁵⁹.

Ydermere er det vigtigt for aktørerne i branchen, at få forbrugerne til at kunne identificere sig med de forskellige produkter. I det omfang at forbrugerne kan identificere sig med produkter i branchen, vil der opstå præferencer forbrugerne og aktørerne imellem. Sker det at en aktør i branchen har været trendsættende i flere kollektioner i træk, vil der i sådanne tilfælde alt andet lige, skabes større præferencer, end ved aktører, som konsekvent ikke rammer de korrekte trends. Loyaliteten og præferencerne er derfor meget vigtige i branchen.

I og med at virksomhedsoplysninger og arbejdsforhold, er blevet mere tilgængelige for offentligheden, er der ligeledes herigennem kommet et øget pres på branchen. Det kunne blandet andet være arbejdsforhold, i forhold til produktionen af deres trendy sportstøj⁶⁰. Aktørerne skal derfor

⁵⁸ http://fashionforum.dk/2010/09/17/article_kinesiske-lonninger-er-tredoblet/

⁵⁹ <http://www.dmogt.dk/raadgivning/trends-design/2012/10/HummelSamarbejderMedJapanskModebrand>

⁶⁰ <https://ing.dk/blog/noget-taenke-over-naeste-gang-du-koeber-toej-158898>

sørge for, at understøtte de tendenser og emner, som er vigtige for befolkningen. Forstår aktørerne i branchen at drage fordel af disse emner, kan der ligeledes her skabes yderligere præferencer samt loyalitet.

3.3.1.4 Teknologiske (Technology)

Måden hvorpå der drives forretning i dag, er meget præget af den teknologiske udvikling. Dette vil overtide medføre, at der skal foretages ændringer på forretningsområdet⁶¹. Det gælder i store træk, om at kunne sælge til forbrugerne uanset hvor de er i verdenen, samtidig med at man skal kunne besvare deres spørgsmål, klager etc. overalt i verdenen. Det kan derfor opsummeres til, at aktørerne i branchen altid skal være tilgængelige.

Især internethandel hos forbrugerne er steget i gennem en årrække⁶², hvorfor branchen skal kunne tilbyde denne form for handelsmulighed, for og være med på den teknologiske udvikling. I de tilfælde hvor der ikke tilbydes internethandel, vil aktørerne alt andet lige, miste omsætning i forhold til resten af branchen. Denne trend følger også de sociokulturelle trends i stor grad, som bliver påvirket af de teknologiske forhold.

Det er ikke kun den teknologiske udvikling i forhold til branchens kunder der er vigtige, men også business-to-business forholdet. Dette kan blot ses i det, at Hummel har udarbejdet en forhandler portal på deres hjemmeside⁶³. Herfra er det muligt for forhandlerne, at bestille varer, kontrollere lagerstatus, samt søge anden nødvendig information. Dette skyldes blandt andet den teknologiske udvikling, som også er med til at øge effektiviteten i både Hummel og deres forhandlers forretninger⁶⁴. Ikke nok med at der er forskellige fordele ved at benytte sig af den teknologiske udvikling, så kan der også være trusler. Hvis branchens aktører ikke udnytter de fordele, som teknologien giver, vil dette give bagslag, og f.eks. forhandlere vil søge mod andre samarbejdspartnere. Det er derfor vigtigt for branchen hele tiden at følge med den udvikling som teknologien tilbyder, for ikke at tabe terræn.

Branchen der for meget afhængig af den teknologiske udvikling, og det er vigtigt, at branchen hele tiden formår at tilpasse sig denne udvikling.

⁶¹ <http://www.pwc.dk/da/cxo/cxo-survey-2016/den-teknologiske-og-digitale-udvikling-skaber-forandringer.html>

⁶² <https://www.danskerhverv.dk/Nyheder/Sider/E-handlen-runder-100-mia.-kr.-i-2016.aspx>

⁶³ <http://www.hummel.net/DK/om/information-til-forhandlere-b2b>

⁶⁴ <https://samleviden.wikispaces.com/Teknologiske+forhold>

3.3.1.5 Miljø (Environment)

I takt med en generel interesse for miljøet og især den globale opvarmning, er det vigtigt for branchen at vise, at de tager hensyn til miljøet ved deres produktion. Dette gør sig ikke kun gældende i form af selve produktionen, men ligeledes i form hvilke materialer der bliver benyttet til produktionen. På nuværende tidspunkt, er det ikke det bæredygtige tøj, som forbrugerne sætter højest, men det må alt andet lige forventes at dette sker, i takt med at det globale miljø bliver forringet. Derfor er der stadig stort fokus på det bæredygtige tøj hos mange producenter⁶⁵.

Derudover er miljø forhold for branchens ansatte ligeledes et stort område, som kan have indflydelse på måden, hvordan aktørerne i branchen driver virksomhed. I de tilfælde, hvor de ansatte i branchen ikke har gode arbejdsforhold, vil der kunne opstå problemer i forhold til kunder, medier etc. som vil pointere at de ansatte har dårlige arbejdsforhold. Der vil derfor være større pres, på branchen herigennem.

Ydermere er de miljømæssige forhold præget af de politisk bestemte retningslinjer, som er nævnt tidligere.

3.3.1.6 Juridiske (Legal)

Ud over de førnævnte politiske faktorer, som også påvirker de juridiske retningslinjer som markedet og Hummel skal operer under, kan der nævnes følgende standardiserede områder med regelsæt som har påvirkning på markedet og dermed Hummels forretning;

Markedsføringsregler, Forbrugerrettigheder, Informationer på produktlabels, Produktsikkerheden og E-handels regler.

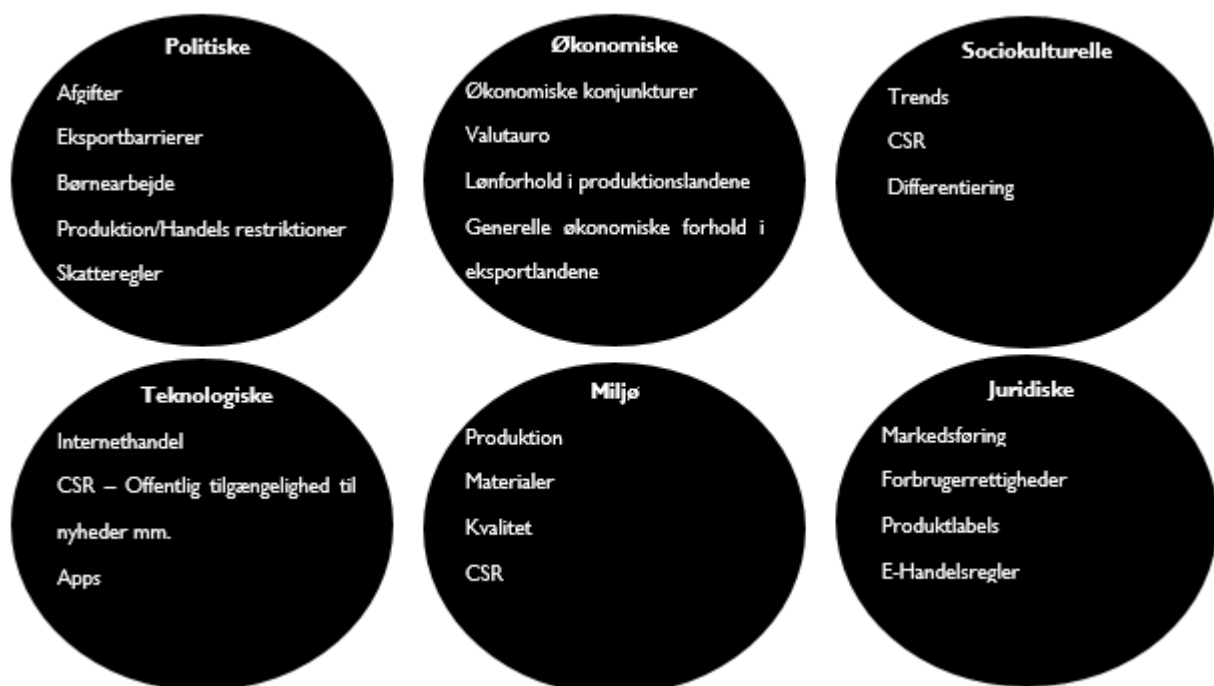
Ingen af disse vurderes dog og have den store effekt på markedet, når virksomheden først har foretaget en korrekt opsætning internt. Det kan dog betyde bøder og dårlig PR omtale hvis man ikke formår og opsætte og leve efter de regler der er i hvert land som man går ind på. Derudover kræver det også flere mere eller mindre interne ressourcer og omkostninger, at vedligeholde denne

⁶⁵ <http://politiken.dk/oekonomi/virksomheder/ECE2191029/toejfirmaer-satser-paa-oe-maerke-selv-om-forbrugerne-er-ligeglade/>

opsætning så virksomheden hele tiden er up-to-date med hvilke regler der er, og tilpasning til resten af organisationen.

3.3.1.7 Opsummering PESTEL

Ovenstående analyse af makroforholdene til branchen, er sammenfattet i nedenstående graf med opsummering af stikord på hvert af punkterne:



Figur 3.1 – Egen fremstilling

Det kan heraf ses, at det særligt er de politiske, økonomiske faktorer og sociokulturelle der er væsentlige for markedet. Hertil kommer dog essentielle faktorer fra de andre forhold, der bestemmer hvorvidt man har succes i markedet, herunder CSR for sikring af korrekte materialer mm., og virksomhedernes evne til, at holde sig opdateret og følge med den teknologiske udvikling i markedet.

3.3.2 Porters five forces

Ved en vurdering af den branche som Hummel agerer i, er det nødvendigt at benytte sig af porters five forces, da vi derved kan vurdere sammensætningen i branchen, konkurrencen og den generelle attraktivitet i markedet for en potentiel investor. Førnævnte faktorer kan være medvirkende til, at forklare en del af rentabiliteten i industrien.

3.3.2.1 Rivalisering mellem eksisterende virksomheder

Branchen og markedet inden for produktion og salg af trendy sportstøj, har grundet atheisure-tendensen⁶⁶, været i så stor en udvikling. Denne udvikling har skabt en øget rivalisering inden for branchen og markedet, da man derved kæmper om markedsandele og især om de nye markedsandele. Kampen om markedsandele har alt andet lige medført priskrige, hvor virksomheder med fokus på salg og distribution har klaret sig bedre end innovative virksomheder⁶⁷.

Branchen er meget fragmenteret, da den består af mange spillere som vælger og fokusere på deres egen niche⁶⁸. Dette opstår som følge af et marked i fuldkommen konkurrence. På grund af denne fragmentering vil markedet som udgangspunkt kunne bestå af mange forskellige spillere uden at virksomhederne støder ind i hinanden. De største spillere på markedet er primært Nike og Adidas⁶⁹.

Graden af differentiering er høj inden for markedet for produktion og handel med trendy sportstøj, da de enkelte spillere fokuserer på hver deres niche⁷⁰. De forskellige nicher er præget af personlig smag, hvorfor kunderne simpelt kan skifte "udbydere". Dette skyldes også at der ikke er nogen store omkostninger forbundet for kunder, som derved kan medføre yderligere priskrig.

I markedet er det generelt de store brands, som har stordriftsfordele og som vil drage nytte af, at markedet har været voksende⁷¹. Dette er ligeledes en faktor som er med til, at øge kampen om

⁶⁶ <http://finans.dk/live/erhverv/ECE8000431/K%C3%A6mpe-sneakersk%C3%A6de-indtager-Danmark---men-den-f%C3%A5r-kamp-til-stregen/?ctxref=ext>

⁶⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen

⁶⁸ <http://www.dmoget.dk/nyheder/2015/06/hummel-skaber-vaekst-trods-benhaard-konkurrence>

⁶⁹ <http://sportexecutive.dk/nike-og-adidas-dominerer-markedet/>

⁷⁰ <http://cww.dk/nyhedscenter/nyheder-og-kommentarer/nyhed/?id=583>

⁷¹ <https://lab.systime.dk/wp-content/uploads/2009/03/kap17.pdf>

markedsandele og dette gælder især når markedet, hvor dette især gælder et stagnerende marked. Stordriftsfordelene er især vigtige i forhold til produktion, distribution, handelsaftaler og salg⁷². Selve handelsaftalerne og aftaler med agenter præger markedet. Mange kan se en fordel ved at opsiges deres agentaftaler, for derefter selv at stå for salget til butikkerne⁷³. Dette skyldes at virksomhederne derved kun vil have fokus på at sælge deres eget mærke, hvorimod agenter alt andet lige vælger det brand hvor provisionen er højest.

Ved at vælge sine egne sælgere frem for agenter kan man også undgå, at have overkapacitet i form af varelager. Virksomhedens egne sælgere vil som sagt kun have for øje, at sælge virksomhedens tøj hvorfor der alt andet lige vil være bedre styring med tøjet på lager i forhold til salg og produktion.

I og med det i sommeren 2016 er højsæson for sportsaktiviteter, såsom OL, Tour de France, EM i fodbold mv., er dette et tidspunkt, hvor at markedet og branchen skal være klar. Disse tilbagevendende sportsevents benyttes af producenterne til at introducere nye produkter⁷⁴. Derved kan markedet opnå yderligere indtjening, end ved den normale drift, hvorfor sommeren 2016, er vigtig for branchen og markedet.

Det vurderes på baggrund af ovenstående, at graden af rivalisering vurderes til at være høj.

3.3.2.2 Truslen fra nye indtrængere

I markeder hvor indtjeningsevnen er overnormal, vil dette alt andet lige tiltrække nye virksomheder. Muligheden for nye virksomheder på markedet, vil sætte sit præg på prisfastsættelsen hos de eksisterende virksomheder sætter. Derfor vil muligheden for nye indtrængere sætte sit præg på rentabiliteten i markedet.

Som tidligere beskrevet, er der stordriftsfordele i markedet i form af produktion, distribution, handelsaftaler og salg, og det vil kræve ekstra kapacitet for penetrering af markedet. Hvis der ikke havde været samme høje adgangsbarrierer, ville der hurtigere komme flere nye spillere på marke-

⁷² Dansk mode og tekstil analyse 2014, jf. bilag 1

⁷³ Dansk mode og tekstil analyse 2014, jf. bilag 1

⁷⁴ <http://cww.dk/nyhedscenter/nyheder-og-kommentarer/nyhed/?id=583>

det. Ligeledes kan de eksisterende virksomheder have en erfaringsfordel, da de har lært at være omkostningseffektive, hvorimod nye virksomheder ikke har den fordel og derfor vil have flere omkostninger end nødvendigt⁷⁵.

De stordriftsfordele som er i markedet kan også vise sig i de handelsaftaler og distributionsaftaler, som er indgået hos de eksisterende virksomheder. Forhold såsom forhandlernetværk og hylde- og stativplads, kan blive et problem for nye virksomheder. I forbindelse med en ny virksomheds etablering på markedet vil forhandlernetværket spille en stor rolle, da virksomheden alt andet lige helst vil undgå alt for lange og dyre distributionskanaler. Det optimale forhandlernetværk kommer bl.a. i forbindelse med erfaring, da etablerede virksomheder kan indgå aftaler, hvorved de kan minimere enhedsomkostningerne. Dette er ikke muligt for nye virksomheder, da distributører og producenter ikke på samme måde, har erfaring med de nye virksomheder. Ligeledes har aftaler i forhold til hylde- og stativ plads en stor rolle for nye indtrængende virksomheder. Eksisterende virksomheder kan i gennem en længere periode have vist, hvor glade forbrugerne er for deres produkter, og at de enkelte butikker tjener penge ved, at have de eksisterende produkter i butikken. I dette forhold skal nye virksomheder ind og bevise at forbrugerne er villig til at købe de nye produkter, og derved overbevise butikkerne om at de nye produkter er rentable for butikken.

Den generelle trussel fra nye indtrængende, vurderes derfor til at være lav.

3.3.2.3 Truslen fra substituerende produkter

Substituerende produkter til brugen af trendy sportstøj og sportsprodukter ved sportsaktiviteter, vil som udgangspunkt være brugen af almindeligt tøj, samt almindeligt sportstøj. I det tilfælde, hvor forbrugerne blot ønsker at benytte hverdagstøj, trendy hverdagstøj samt almindeligt sportstøj, er der substituerende produkter til markedet.

Det forventes dog ikke at hverdagstøjet vil være en stor trussel for markedet, da sportstøj alt andet er lige, er bedre til at dyrke sport i, end hverdagstøj⁷⁶. Dog kan brugen af almindeligt sportstøj være en trussel for markedets trendy sportstøj og sportsprodukter.

I takt med at forbrugerne kan have præferencer på markedet, og at aktørerne differentiere sig, vurderes truslen fra substituerende produkter at være lav.

⁷⁵ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang, Ole Sørensen, 4. udgang, side 71

⁷⁶ <http://curvesahead.dk/motion-brug-rigtigt-sportstoej-stedet-loese-gevandter/>

3.3.2.4 Købernes forhandlingsstyrke

Slutforbrugerens forhandlingsstyrke ligger i, at køberne ikke har nogle skifteomkostninger, ved at vælge andre forhandlere der handler med trendy sportstøj. Dog er markedet så nichepræget og fragmenteret, at køberne i store tilfælde har præferencer overfor enkelte mærker, som de derved er trofaste overfor.

Beklædning er noget køberne skal bruge hver dag, hvorfor de vil fravælge produkter som er for dyre og som ikke rammer de trends der er i markedet på nuværende tidspunkt. Selvom kunderne er prisfølsomme, kan deres relative forhandlingsstyrke være mellem, da forbrugeren som tidligere nævnt kan have præferencer. Dette er typisk gældende overfor store brands, som Nike, Adidas og Puma som har flere trofaste slutforbrugere.

B2B kunderne vil være påvirket af hvilke produkter deres slutforbruger efterspørger. Efterspørger slutforbrugerne bestemte produkter kan butikskæder være nødsaget til, at føre disse produkter. Der vil derfor indgås handelsaftaler mellem B2B kunderne i markedet. Når B2B kunderne er påvirket af slutforbrugerne, vil deres forhandlingsstyrke også være påvirket herefter. Dette gælder dog primært kun de mindre B2B kunder, da de større butikskæder og forhandlere, eksempelvis Bilka og Føtex i Danmark, kan vælge og føre andre mærker hvor de har en bedre dækningsgrad som følge af bedre forhandlingsstyrke. Disse større B2B kunder er ikke direkte afhængige af og føre alle de rigtige mærker, for at der kommer kunder. Deres forhandlingsstyrke er derfor høj. Derudover kan de føre og producere deres egne linjer af tøj, både trendy og billigt sportstøj, for at optimere dækningsgraden yderligere. Dette betyder, at rivaliseringen i markedet er endnu større og giver dem en god forhandlingsstyrke over for mærkerne i markedet.

Samlet set er købernes forhandlingsstyrke forskellig alt afhængig af hvilken køber der analyseres. Ved almindelige slutforbrugere, vurderes forhandlingsstyrken til at være mellem, mens forhandlingsstyrken er lav for mindre B2B kunder og højere ved store B2B kunder, som også kan være i konkurrence med markedet ved deres egne linjer og produktion af billig trendy sportstøj.

3.3.2.5 Leverandørernes forhandlingsstyrke

Leverandørerne har en god forhandlingsstyrke i de tilfælde, hvor der findes få producenter⁷⁷. I dette tilfælde med markedet for trendy sportstøj, er der mange producenter⁷⁸, hvorfor det giver en lavere forhandlingsstyrke til leverandørerne. Dog spiller kvalitet ind, da slutforbrugerne alt andet lige vil ønske god kvalitet, hvorfor virksomhederne på markedet alt andet lige vil søge efter de billigste producenter med den bedste kvalitet.

Der er ligget et trade-off i markedet, hvor producenterne kan vælge kortvarige aftaler for og være uafhængige af leverandørerne, og dermed alt andet lige have en større forhandlingsstyrke over for dem. Eller hvor de kan vælge og lave langvarige aftaler, for at sikre kvalitet og levering, men mod en større afhængighed hvor man ikke uden omkostninger på kort sigt kan skifte leverandør, og derfor alt andet lige giver dem en større forhandlingsstyrke over for producenterne.

Det vurderes derfor at forhandlingsstyrke for leverandørerne er lav til mellem afhængig af længden af de indgået handelsaftaler.

⁷⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse – En praktisk tilgang – Ole Sørensen

⁷⁸ <http://xn--tekstiler-og-bekldning-s6b.europages.dk/virksomheder/Fabrikant%20producent/Sportst%C3%B8j.html>

3.3.2.6 Opsummering Porters five forces

Ovenstående analyse af makroforholdene til branchen, er sammenfattet i nedenstående graf med opsummering af stikord på hvert af punkterne:



Figur 3.2 – Egen fremstilling

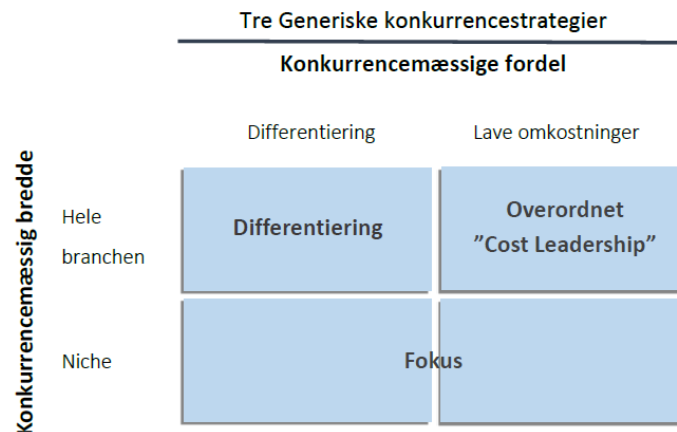
Heraf kan vi se, at rivaliseringen er høj i markedet, hvor der fokuseres på nicher og differentiering, at adskille sig fra den fuldkomne konkurrence. Derudover kan det ses, at købernes og leverandørernes forhandlingsstyrker er vurderet til og være af mellem styrke, mens truslen fra substituerende produkter og nye indtrængende er vurderet til og være lav.

Alt i alt er det et attraktivt marked med stor konkurrence, høje indgangsbarrierer og hvor størrelsen eller evnen til, at forhandle sig til gode leverandører og ramme de rigtige trends er essentielle.

3.3.3 Porters generiske konkurrencestrategier

Ved brug af denne interne strategiske model, kan vi fastlægge hvilken konkurrencestrategi som Hummel benytter sig af. Vi kan herved fastlægge hvilken type virksomhed som Hummel er, hvor let eller svært det er og overtage denne type af virksomhed, samt hvor attraktivt virksomheden er for en potentiel investor.

Strategien tager udgangspunkt i nedenstående grafiske oversigt:



Figur 3.3 – Kilde: HDUddannelse.dk⁷⁹

Af denne kan de tre typer af konkurrencestrategier ses; Differentiering, Cost Leadership og Fokusering. Som tidligere nævnt under makroanalyserne, benytter branchen sig i større grad af differentiering med henblik på og skabe større adspredelse fra konkurrenterne, og skabe mere loyale kunder.

Derved kan de danne deres eget "lille marked" som de bedre kan prisfastsætte og kontrollere⁸⁰. Differentierings strategien er yderst populær i markeder med fuldkommen konkurrence, da der her er mange som skal deles om markedets samlede indtjening.

Et eksempel på den differentiering som Hummel har benyttet sig af, kan findes i deres markedsføring. Hummel har differentieret sig ved at sponsorerer Afghanistans fodboldlandshold og fodboldholdet på Christiania⁸¹. Som nævnt, har Hummel utallige sponsoraftaler rundt om i verden, hvilket også gælder håndbold. Derudover kan differentieringen også ses ved det nævnte billede af Suspekt som det første på hjemmesiden.

⁷⁹ <http://hduddannelse.dk/konkurrencestrategier/>

⁸⁰ <http://www.bloomberg.com/news/videos/b/35e33de6-2214-4d9b-a202-ae7291082e08>

⁸¹ http://www.sportspromedia.com/quick_fire_questions/christian_stadil_the_hummel_owner_on_how_the_afghanistan_football_federatio

3.3.4 Ansoff's vækststrategier

Ved en intern analyse af hvilke vækststrategier som Hummel har benyttet sig af igennem årene, og særligt de seneste fem år, får vi et større indblik i det strategiske mind-set og begrundelser til eventuel forklaring af den økonomiske udvikling, som analyseres i det efterfølgende kapitel.

Analysen tager udgangspunkt i nedenstående grafiske model:

ANSOFFS VÆKSTMATRICE		PRODUKT	
		Nuværende produkter	Nyt produkt
MARKED	Nuværende marked	Markedspenetrering • Øge markedsandelen • Øge forbrug hos kunderne	Produktudvikling • Udvidelse af produktlinjen • Produktforbedring • Helt nyt produkt, til samme målgruppe
	Nyt marked	Markedsudvikling • Udvide til nye kundesegmenter • Geografisk ekspansion af markedet	Diversifikation 3 typer diversifikation: • Koncentrisk • Horisontal • Konglomerat

HHXwiki.dk (C) 2015

Figur 3.4 – Kilde: CASP⁸²

Af denne kan de fire typer af Ansoff's Vækststrategier ses; Markedspenetrering, Markedsudvikling, Produktudvikling og Diversifikation, fordelt på de to akser; Marked og Produkt, som indikerer i hvilken retning de strategiske valg bringer virksomheden hen.

3.3.4.1 Markedspenetrering

Som anført under de strategiske overvejelser, har Hummel i store træk benyttet sig af markedspenetrering, da det netop er væksten og markedspenetreringen i eksisterende markeder, som danner grundlag for fremtidige markedsudviklinger⁸³. Det er især på vækstmarkederne Tyrkiet, Japan og Tyskland, hvor Hummel vinder markedsandele. Dette sker til trods for en stor konkurrence i markedet. På det danske marked, hvor Hummel selv har tradition for at være en stærk aktør, har Hummel

⁸² <http://casp2503.web.eadania.dk/L%C3%A6ringsportfolie/Strategi1.html>

⁸³ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/112110/artikel.html>

ikke haft samme tilgang i markedsandele. Grunden til dette, skyldes Hummel ikke er gået med på den tendensen med at lave outlet-butikker, som blandt andet konkurrenten Nike har gjort⁸⁴.

Måden hvorpå Hummel opnår denne form for markedspenetrering, skyldes især deres måde at differentiere sig på. Dette er både inden for markedsføring, men også produktudvikling.

3.3.4.2 Markedsudvikling

Når Hummel ved markedspenetrering opnår succes på allerede eksisterende markeder, ved markedspenetrering, benytter Hummel sig af de ekstra ressourcer som succes medbringer, til at entrere nye markeder⁸⁵.

Hummel har ved markedsudviklingen i Japan og i Kina benyttet sig af lokale distributører, således Hummel afstår fra at skulle etablere sig og selv foretage salget i de pågældende lande, samt eventuelle økonomiske risici⁸⁶. Inden at Hummel benytter sig af disse lokale distributører, benyttede Hummel sig af hjælp fra Eksportrådet ved markedsudviklingen i Japan, sig af hjælp fra Eksportrådet. Som nævnt i de strategiske overvejelser, bistod Eksportrådet Hummel i, at finde ud af hvilke, som passer til Japan. Derved minimerer Hummel risici i forhold til at markedsudviklingen ikke bliver succesfuld.

Ud over markedsudvikling i Japan og Kina, har Hummel også etableret sig i Tyrkiet. Denne satsning har været et guldæg for Hummel, som forventer at grossistomsætningen i Tyrkiet i 2015, vil udgøre 25 % af virksomhedens samlede grossistomsætning⁸⁷. En af de helt centrale grunde til, hvorfor Hummel har opnået denne succes i Tyrkiet, skyldes at Hummel producerer deres produkter lokalt. Derved kan Hummel hurtigere til passe sig den trend, som er i markedet i Tyrkiet, sikre hurtigere levering af de efterspurgte varer, og herved opnå et forspring i forhold til deres konkurrenter

Hummel formår derfor ved markedsudvikling, at foretage en grundig undersøgelse af markedet inden lancering, samtidig med at de forstår at tilpasse deres produkter til det pågældende marked.

⁸⁴ <http://www.dmoget.dk/nyheder/2015/06/hummel-skaber-vaekst-trods-benhaard-konkurrence>

⁸⁵ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/112110/artikel.html>

⁸⁶ <http://www.business.dk/fashion-design/hummel-indtager-japan>

⁸⁷ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/117895/artikel.html>

3.3.4.3 Produktudvikling

Produktudviklingen for Hummel omfatter både udvidelse af produktionslinjerne, produktforbedringer samt nye produkter til samme målgruppe. Derved kommer Hummel igennem alle tre forhold, som gør sig gældende ved produktudvikling.

Udvidelsen af produktionslinjerne skyldes at Hummel konstant tilpasser sig efterspørgslen på de nuværende markeder, hvorved produktionslinjerne skal tilpasses.

Hummel foretager også produktforbedringer, som blandt andet kan ses i deres forbedringer af deres joggingbukser, som de i sommeren 2016 har tilpasset efterspørgslen på markedet og de trends markedet efterspørger.

Fra at Hummel tidligere kun producerede sportstøj, er de begyndt at producere aktivitetstøj. At Hummel begynder at producere regntøj til sammen målgruppe, skal ses som nye produkter til samme målgruppe. Dette kan også ses som en lille markedsudvikling, men som udgangspunkt er det nye produkter til samme målgruppe.

3.3.4.4 Diversifikation

Måden hvor på Hummel har benyttet sig af diversifikation, kan fremhæves det førnævnte mobil app. Her har Hummel udviklet et nyt produkt, som er et mobil spil, til et nyt marked, som er personer i besiddelse af en smartphone. Her går Hummel i en anden retning end produktion og handel med trendy sportstøj. Til trods for at app'en på nuværende tidspunkt er gratis, har Hummel defineret et nyt marked, hvor igennem de i fremtiden allerede har forbrugere, i form af alle der har downloaded app'en.

Denne form for diversifikation, som Hummel har foretaget, er koncentrisk diversifikation. Hummel opnår med denne app, at øge deres markedsføring som et sportsbrand, hvorved de har mulighed for at øge deres kundedatabase. App'en har derfor synergi med den allerede eksisterende markedsføring.

3.3.5 Kerne kompetencer

I dette afsnit vil de kompetencer der er værdiskabende for forbrugerne blive gennemgået. Afsnittet vil tage udgangspunkt i enkelte primære aktiviteter og støtte aktiviteter fra en værdikædeanalyse. Se metodeafsnittet hvor der begrundes for brugen og anvendelsen af værdikædeanalysen.

Ved udgangspunkt i en værdikædeanalyse, vil et af de første analysepunkter være fremstillingsprocessen. I denne proces forsøger Hummel at øge kvaliteten af deres produkter, blandet andet ved brugen af kvalitetsråvarer. Derved opnås der en værdiskabende aktivitet over for forbrugeren, i forhold til de konkurrenter, som ikke måtte have samme fokus. Ligeledes har Hummel fokus på at ramme de seneste trends der er i markedet. Ud over anvendelsen af kvalitetsråvarer, har Hummel også fokus på den udgående logistik, under de primære aktiviteter. Især på det Tyrkiske marked, har Hummel opbygget en logistik netværk, således at der kan anvendes ekspreslevering, på efterspurgte produkter⁸⁸. Dette er en værdiskabende aktivitet, som Hummel også selv nævner, da deres konkurrenter ikke kan levere samme ekspreslevering. Grunden til at Hummel kan efterkomme denne ekspreslevering, skyldes at Hummel foretager deres produktion til det tyrkiske marked lokalt. Derved er logistikkanalerne ikke for lange⁸⁹.

Som yderligere primær aktivitet, kan også nævnes Hummels markedsføring, hvor differentiering er første prioritet. Dette kan ses i deres sponsorater af blandt andet Christiania- samt det kvindelige afghanske fodboldlandshold. Herigennem kan Hummel foretage værdiskabende aktiviteter, hvorved at forbrugerne kan associeres sig med Hummel.

Som den vigtigste støtte aktivitet, lægger Hummel vægt på gode arbejdsforhold. Dette er ikke noget som Hummel reklamerer med, da dette foretages "backyard", men forholdene skal være i orden⁹⁰. Disse forhold gør sig ikke kun gældende for Hummels egne arbejdsforhold, men Hummel kræver tillige samme arbejdsforhold for deres samarbejdspartnerer⁹¹. Dette kan blandt andet opnås da Hummel praktisere tætte supply chain partnerskaber⁹².

Ud fra de seneste fem år, har især CSR og arbejdsforhold været i indarbejdet i Hummels kernekompetencer, da dette er forhold som forbrugerne har fokus på⁹³. Her igennem kan Hummel sætte fokus på generelle samfundsmæssige forhold, og drage fordele af dette.

⁸⁸ <http://www.dmegt.dk/nyheder/2014/06/TyrkietErHummelsGuldaeg>

⁸⁹ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/117895/artikel.html>

⁹⁰ <http://fashionforum.dk/2013/01/31/christian-stadil-forholdene-skal-bare-vaere-i-orden/>

⁹¹ <http://www.hummel.net/DK/om/company-karma-og-csr>

⁹² <http://www.hummel.net/DK/om/mission>

⁹³ <http://fashionforum.dk/2013/01/31/christian-stadil-forholdene-skal-bare-vaere-i-orden/>

3.3.6 SWOT

SWOT analysen vil i dette afsnit blive benyttet til at skabe et overblik over Hummel-koncernen styrkeprofil, samt i hvilken konkurrence situation, som koncernen befinder sig. Analysen vil tage udgangspunkt i de ovenstående afsnit i kapitel tre, hvorigennem koncernens interne forhold og eksterne forhold analyseres.

I analysen af de interne forhold, analyseres koncernens stærke og svage sider, hvor koncernens muligheder og trusler analyseres i de eksterne forhold

3.3.6.1 Stærke sider

Hummel-koncernen og brandet er bygget op omkring Christian Stadil, som udadtil er synonym med Hummel. Deres brandidentitet, bygger derfor i høj grad på Christian Stadil som brand. I og med, at Christian Stadil er kommet mere i fokus, grundet sin deltagelse i Løvens Hule, styrker dette alt andet lige branding af Hummel.

Ud over at Christian Stadil som nævnt ovenfor, i store træk er selve branding af Hummel, så er han også bestyrelsesformand for koncernen. Derved er Christian Stadil det øverste ledelsesorgan. Da Christian Stadil har været med i Hummel i mange år, har han derved oparbejdet nogle kompetencer, som kan anvendes i forbindelse med driften af koncernen. Det samme gør sig gældende med direktionen, som består af Søren Schriver, som har været direktør siden 1993⁹⁴. Christian Stadil og Søren Schriver har derfor oparbejdet kompetencer, igennem deres mange års erfaring og arbejde med Hummel.

Måden hvorpå bestyrelsen og direktionen arbejder med Hummel, kan ses i den måde hvorpå der blandet andet markedsføres og indgås sponsoraftaler. Hummel har over den seneste årrække indgået "utraditionelle" sponsoraftaler, hvorigennem der opnås en differentieret markedsføring. Indgåelsen af sponsoraftaler med Christiania, det kvindelige afghanske fodboldlandshold samt fodboldklubben St. Pauli, er blandt disse sponsoraftaler. Ved at indgå disse sponsoraftaler, bliver Hummel nævnt i medierne, hvilket markedsfører Hummel som et brand der tænker differentieret. Når de endelig sponsoraftaler er indgået, formår Hummel også differentiere sig blandt andet ved deres design af spillertrøjer. Dette kan bedst ses ved design af fodboldklubben Cultural y Deportiva

⁹⁴ <http://borsen.dk/nyheder/avisen/artikel/11/58589/artikel.html>



Leonesas spillertrøjer, som smokinger. Ved dette opnåede Hummel omtale i store dele af fodboldverdenen⁹⁵.

Som andre styrker, kan også nævnes Hummels evne til at ramme tidens trends. Dette gør at Hummel konstant kan opretholde et højt salgsniveau, som har resulteret i vækst i mere end 20 år (kilde hvis ikke nævnt før). Grunden til dette kan findes i størrelsen af koncernen, samt at denne ikke er børsnoteret. Da Christian Stadil er ene ejer, og koncernen ikke skal overholde forpligtelser og afkastkrav fra øvrige investorer, kan han i store træk selv foretage de beslutninger, som han mener styrker koncernen. Dette hænger sammen med branding af Christian Stadil. Hvis Christian Stadil ses i Hummels eget tøj eller produkter, og branding af Christian Stadil er høj, vil dette alt andet lige være med til at fastsætte de trends som der er i markedet.

Selve produktionen af disse produkter er ligeledes en styrke for Hummel, da deres produktion er flyttet til Asien samt Tyrkiet, for at opnå besparelser på produktionen. I og med at Hummel ikke er på størrelse med blandt andre Nike og Adidas, kan Hummel benytte mindre og billigere produktionsled, dog uden at gå på kompromis med kvaliteten. Derudover har Hummel etableret produktion i Tyrkiet i forbindelse med deres indtrædelse på dette marked. Dette har medført, at Hummel hurtigere end deres konkurrenter, kan tilpasse sig markedet. Hummel har derfor allerede opnået en markedsfordel og et nyt marked, som det tyrkiske er.

3.3.6.2 Svage sider

I forlængelse af styrken ved at have produktionen i Asien, kan dette ligeledes betegnes som en svaghed. Dette skyldes, at en primær samlet produktion i Asien er sårbar overfor politiske, økonomiske forhold. Opstår der forhold, som kan påvirke produktionen eller sætte produktionen ud af drift, vil Hummel ikke kunne trække på andre produktionsforhold. Dette til trods for, at der også er produktion i Tyrkiet. Den tyrkiske produktion er som udgangspunkt til det lokale marked, hvorfor en eventuel overflytning af produktion fra Asien til Tyrkiet, vil være problematisk.

Ligesom at produktionsforholdene både kan betegnes som en styrke og svaghed, er det samme gældende med Christian Stadil. Hummel er "afhængig" af Christian Stadil, da han er synonym med Hummel og derved vil en eventuel fratrædelse fra Christian Stadils side, kunne påvirke Hummel.

⁹⁵ <http://markedsforing.dk/artikler/pr-kommunikation/hummel-tr-je-v-kker-opsigt>



Hummel vil derved miste deres direkte branding, og et yderligere mediefokus på Christian Stadil, vil ikke have nogen direkte positiv effekt på Hummel.

I forbindelse med at Hummel er indtrådt på det tyrkiske marked, har Hummel oplevet store bindinger i form af tilgodehavender samt varebeholdninger. Hummel oplever derfor en svaghed ved indtrædelse på nye markeder, da dette kræver store kapitalbindinger.

3.3.6.3 Muligheder

Under denne globale finanskriser, har Hummel vendt denne trussel, til en fordel. Dette er sket ved, at Hummel under lavkonjunkturen, har foretaget investeringer der var to-tre gange større end deres konkurrenter blandt andet på en hurtigere produktionskapacitet, hvorved de har kunnet servicere der kunder hurtigere. Hummel har derved opnået en stor gevinst og markedsfordel, ved at foretage de rigtige investeringer⁹⁶.

Hummel ser også muligheder ved at tegne forskellige sponsorater. Dette er blandt andet med det afghanske kvindelige fodboldlandshold. Sponsoratet er ved til at tegne et billede af, at Hummel aktivt støtter op om kvindefrigørelsen i Afghanistan. Der kan derfor opnås stor positiv respons på dette statement.

Det samme gælder deres sponsorat til Christiania. Mulighederne for at udnytte forhold, som rydningen af Christiania, kan opstå og derved kan PR-afdelingen udnytte dette forhold, til at skabe omtale og derved deres salg og indtjening.

I forbindelse med fremtidige mulige nye markedsudviklinger, har Hummel den mulighed at opkøbe dele af produktions værdikæde. Dermed vil Hummel opnå en kapitalbesparelse, og ikke have opstarts omkostninger i forbindelse med etableringen af produktionen.

3.3.6.4 Trusler

Under den seneste finanskriser, har Hummel anvendt dette til en mulighed, ved at foretage yderligere investeringer. Ved en ny finanskriser, eller forholdet med Storbritannien er udtrådt af EU, kan der måske ikke være samme mulighed for at foretage investeringer i samme omfang. En ny økonomisk uro, vil derfor have større indflydelse på Hummel og deres driftsaktiviteter. Hummel skal

⁹⁶ http://borsen.dk/nyheder//artikel/1/266593/hummel-chef_vi_investerede_da_de_andre_skar_ned.html



derfor finde nye måder, hvorpå de kan opretholde de hidtidige indtjeneringer samt differentiere sig fra konkurrenterne.

Ligeledes vil en forkert strategi i forhold til trends, både sociokulturelt samt design påvirke Hummel negativt. Sker det at nogle af de personer som Hummel sponsorerer, skulle foretage politisk forkerte beslutninger, vil dette påvirke Hummel. Der vil i sådanne tilfælde blive set negativt på Hummel, da de i dette tilfælde vil "støtte" op om disse personers beslutninger igennem deres sponsorat.

Samtidig er det vigtigt at Hummels designere formår at ramme de korrekte design trends, da der ved forkerte designs ikke vil være samme forbrugergruppe. I og med at Hummel sælger trendy sportstøj, er dette en særlig vigtig faktor som Hummel skal være opmærksom på.

Forhold som terror og militærkup i Tyrkiet er trusler for Hummel, da dette marked forventer Hummel er deres fremtidige guldgrube. Forholdene kan dermed true den fremtidige vækst i markedet, og Hummel vil måske ende med at trække sig ud af Tyrkiet.

3.3.6.5 Opsummering

Ovenstående analyse af de interne forhold i Hummel, er sammenfattet i nedenstående graf med opsummering af stikord på hvert af punkterne:

STYRKER • Brand • Ledelse • Sponsoraftaler • Differentiering • Trends • Produktion, kvalitet og omkostninger • CSR	SVAGHEDER • Samlet produktion • Stadil afhængig • Store pengebindinger for indtrængen på nyt marked • Fordobling af varelager
MULIGHEDER • Investeringer under finanskrisen • Sponsorater, udnyttelse på rigtige tidspunkter • Opkøbe dele af værdikæden ved indtrængning i nye lande	TRUSLER • Finanskrisen • CSR påvirkninger, skandalehistorier • Ramme forkerte trends • Differentiering i forkert retning • Terror i Tyrkiet

Figur 3.6 – Egen fremstilling

Det kan ud fra ovenstående SWOT-analyse konstateres, at Hummel har mange forhold som, hvis de udnyttes korrekt, vil være interne styrker. Dog vil en forkert udnyttelse resultere i, at disse forhold bliver til svagheder for Hummel. Det samme gør sig gældende for de eksterne forhold. Hvis ikke Hummel formår at reagerer på de omverdens forhold, som påvirker Hummel, vil dette blive trusler for Hummel, frem for muligheder.

3.4 DELKONKLUSION

Dette kapitel har til formål at besvare undersøgelsesspørgsmål et, og dermed klarlægge Hummel's strategiske position. Dette besvares ved en analyse af omverdenen og hvilke faktorer, som her påvirker Hummel, og en efterfølgende intern analyse af Hummel.

Dette resulterer i, at Hummel agerer i et marked på høj rivalisering, hvorfor det er vigtigt at differentiere sig konkurrenterne. Dette har Hummel lagt stor vægt på at gøre, hvilket er opnået igennem markedsføring, sponsorater, branding og investeringer. Hummel har herved opnået at tillægge en ekstra værdi hos forbrugerne, således at der opbygges præferencer over for Hummel brandet. Hummel har igennem deres differentiering opbygget en stærk strategisk position, og vinder markedsandele, til trods for at markedet er præget af høj rivalisering.

4. ØKONOMI

Dette kapitel omhandler den økonomiske del af opgaven og har til formål, at besvare problemformuleringens undersøgelsesspørgsmål to, og dermed give svar på den økonomiske analyse for Hummel på koncern niveau. Regnskabsanalysen bruges til at fastlægge de tendenser og den udvikling, som der har været i koncernens økonomi. Derudover bruges kapitlet til videre behandling i det efterfølgende kapitel ved undersøgelse af værdien for virksomheden.

4.1 INDLEDNING

Til brug for den økonomiske analyse skal der foretages en række handlinger, for at regnskabstallene giver et retvisende billede af driften i Hummel koncernen. Ved at isolere driften, kan værdiskabelserne i forbindelse med værdiansættelse af koncernen bestemmes.

4.1.1 Undersøgelsesperiode

Undersøgelsesperioden er bestemt til at være de fem seneste aflagte årsrapporter for Hummel koncernen. Undersøgelsesperioden fastlægges til de fem år, da dette er den forventelige periode hvor i der kan ske regnskabsændringer. Ligeledes har den globale verdensøkonomi haft efterveer af finanskrisen, som startede i 2008. Det vurderes at finansverdenen stagnerede i 2011, hvorefter der kom et opsving. Det vurderes derfor at en undersøgelsesperiode startende fra 2011, er korrekt for at give et retvisende billede af den økonomiske udvikling, som Hummel koncernen har oplevet i nyere tid, og dermed være med til og give indikationer og svar på hvilken pris Hummel koncernen kan købes for i dag.

4.1.2 Regnskabstal

Nedenfor ses en oversigt over sammendraget af regnskabstallene taget fra årsrapporterne for Hummel Holding A/S, på koncern niveau fra 2011 – 2015. Dette for at give en introduktion til hvordan tallene ser ud for Hummel generelt, og hvilke tal der tages udgangspunkt i til reformuleringen.

Hummel koncern regnskab 2015-2011

Balance, før reformulering - t.kr.	2015	2014	2013	2012	2011
Immaterielle anlægsaktiver	65.380	9.106	8.779	9.443	11.620
Materielle anlægsaktiver	12.703	6.653	8.683	8.230	9.066
Finansielle anlægsaktiver	0	0	0	0	0
Anlægsaktiver	78.083	15.759	17.461	17.673	20.686
Omsætningsaktiver	750.294	403.985	445.207	312.632	284.490
Aktiver i alt	828.377	419.744	462.668	330.305	305.176
Egenkapital i alt	275.586	201.492	295.250	202.321	174.086
Langfristede forpligtelser i alt	19.092	12.590	369	3.002	10.524
Kortfristede forpligtelser i alt	533.699	205.663	167.049	124.982	120.567
Forpligtelser i alt	552.791	218.252	167.418	127.984	131.091
Passiver i alt	828.377	419.744	462.668	330.305	305.176

Resultatopgørelse før reformulering - t.kr.	2015	2014	2013	2012	2011
Nettoomsætning	834.182	701.956	678.581	648.262	560.690
Andre driftsindtægter	10.159	7.808	117.995	5.891	1.102
Omkostninger til råvarer og hjælpematerialer	-411.504	-359.987	-362.754	-357.824	-319.584
Andre eksterne omkostninger	-203.199	-183.507	-162.474	-142.640	-121.808
Bruttoresultat	229.639	166.270	271.348	153.689	120.400
Personaleomkostninger	-104.220	-92.042	-88.835	-72.665	-62.763
Af- og nedskrivninger af immaterielle og materielle anlægsaktiver	-6.170	-5.245	-4.669	-5.868	-5.366
Resultat før finansielle poster	119.248	68.984	177.844	75.156	52.271
Finansielle indtægter	897	13.059	3.992	809	112
Finansielle omkostninger	-11.976	-1.708	-5.483	-1.090	-1.248
Resultat før skat	108.169	80.335	176.352	74.875	51.135
Skat af årets resultat	-23.799	-20.588	-42.758	-18.126	-10.334
Resultat før minoritetsinteresser	84.370	59.747	133.594	56.749	40.801
Minoritetsinteressers andel af dattervirksomheders resultat	-15.467	0	0	0	0
Årets resultat	68.903	59.747	133.594	56.749	40.801

Tabel 4.1 – Årsrapporterne for Hummel Holding A/S, Koncern, 2011 – 2015

Af tabellen kan det ses, at Hummel har haft en stor vækst i alle årene i undersøgelsesperioden. Balancen er næsten tredoblet fra 2011 til 2015, og næsten fordoblet fra 2014 til 2015. Denne stigning skal findes i omsætningsaktiverne samt forpligtigelserne. Omsætningen er steget med 49 %, hvilket næsten har fordoblet bruttoresultatet og det endelige resultat.

4.2 REFORMULERING

For at kunne foretage en korrekt og ren regnskabsanalyse af driftsaktiviteterne og finansielle aktiviteter i Hummel koncernen, er det nødvendigt, at foretage reformuleringer af den officielle balance og den officielle resultatopgørelse. Ligeledes vil reformuleringerne sikre en ensartet og sammenlignelig regnskabsanalyse. Dette skyldes at der ved reformuleringen ikke skelnes mellem regnskabsposterne art, men derimod opdeler regnskabsposterne i driftsaktivitet og finansiell aktivitet.

Dette afsnit her derfor til formål at foretage reformuleringerne, således at der de reformulerede balancer og resultatopgørelser kan benyttes til den videre regnskabsanalyse og værdiansættelse.

4.2.1 Balancen

Den reformulerede balance opdeler aktiver og passiver op i driftsaktiver og driftsgæld samt finansielle aktiver og finansielle forpligtelser. Derved kan analysen af driften i Hummel koncernen isoleres samtidig med at de finansielle aktiviteter isoleres.

Aktiverne i den reformulerede balance opdeles i anlægskapital og arbejdskapital. Anlægskapitalen er en sum af regnskabsposterne anlægsaktiver fra Hummels officielle årsrapport, og de langfristede driftsforpligtelser, herunder hensættelse til udskudt skat, udskudt skatteaktiv samt andre hensættelser. Arbejdskapitalen kan yderligere opdeles i kortfristede driftsaktiver, såsom varebeholdninger og tilgodehavender, og kortfristede driftsforpligtelser, herunder leverandørgæld, skyldig selskabsskat og anden gæld.

Passiverne i den reformulerede balance opdelt i rentebærende gæld og gæld der vedrører driften. I Hummel koncernens tilfælde, er dette gæld til kreditinstitutter samt de likvide beholdninger, og er altså derfor alene rentebærende gæld.

Nedenfor ses den reformulerede balance:

Aktiver - t. kr.	2015	2014	2013	2012	2011
Færdiggjorte udviklingsprojekter	3.607	3.366	2.076	1.594	2.416
Varemærker	5.148	0	0	0	0
Goodwill	53.070	0	0	0	0
Udviklingsprojekter under udførelse	3.555	5.740	6.702	7.849	9.204
Immaterielle driftsaktiver	65.380	9.106	8.779	9.443	11.620
Andre anlæg, driftsmateriel og inventar	10.601	3.732	4.929	3.787	3.789
Indretning af lejede lokaler	2.102	2.921	3.753	4.443	5.278
Materielle driftsaktiver	12.703	6.653	8.683	8.230	9.066
Hensættelse til udskudt skat	-19.092	-11.626	0	-2.862	-10.409
Udskudt skatteaktiv	4.267	0	1.840	0	0
Andre hensættelser	0	-964	-369	-141	-115
Andre langfristede nettoaktiver	-14.825	-12.590	1.471	-3.002	-10.524
Anlægs kapital i alt	63.258	3.169	18.932	14.670	10.162
Råvarer og hjælpematerialer	0	0	0	0	0
Færdigvarer og handelsvarer	293.030	137.008	119.573	135.338	164.504
Forudbetaling for varer	6.064	10.411	6.210	1.932	2.749
Tilgodehavender fra salg	300.166	73.602	82.293	60.955	55.055
Tilgodehavender hos tilknyttede virksomheder	0	44.851	174.909	40.796	0
Andre tilgodehavender	68.269	39.172	4.901	4.157	23.876
Periodeafgrænsningsposter	17.166	18.848	17.020	15.841	11.827
Kortfristede driftsaktiver (DA)	684.697	323.891	404.907	259.020	258.012
Leverandørgæld	-211.753	-81.048	-63.093	-86.319	-79.232
Skyldig selskabsskat	-18.321	-3.619	-1.641	-997	-6.870
Anden gæld	-59.830	-22.285	-62.548	-35.716	-22.454
Periodeafgrænsningsposter	-31.716	0	0	0	0
Kortsigtede driftsforpligtelser (DF)	-321.620	-106.952	-127.282	-123.032	-108.556
Arbejdskapital i alt	363.076	216.940	277.624	135.987	149.456
NETTO DRIFTS AKTIVER	426.335	220.109	296.557	150.658	159.618
Passiver - t.kr.	2015	2014	2013	2012	2011
Egenkapital	255.681	201.492	295.250	202.321	174.086
Egenkapital	255.681	201.492	295.250	202.321	174.086
Minoritetsinteresser	19.905	0	0	0	0
Minoritetsinteresser	19.905	0	0	0	0
Likvide beholdninger	-61.330	-80.094	-38.460	-53.612	-26.478
Gæld til realkreditinstitutter	-44.856	0	0	0	0
Kreditinstitutter	256.935	98.711	39.767	1.949	12.011
Netto finansielle forpligtelser (NFF)	150.749	18.617	1.307	-51.663	-14.468
SAMLET FINANSIERING	426.335	220.109	296.557	150.658	159.618

Tabel 4.2 – Reformulering af officielle årsrapporter

4.2.2 Resultatopgørelsen

Den reformulerede resultatopgørelse opdeler virksomhedens samlede totalindkomst i driftsoverskud og netto finansielle omkostninger. Derved kan der ved analyse spores hvor igennem virksomheden opnår den samlede totalindkomst⁹⁷.

I forbindelse med reformuleringen af de officielle resultatopgørelser, har vi været nødsaget til at forudsætte følgende:

- Det har ikke været muligt at fastlægge hvad regnskabsposten "andre driftsindtægter" dækker over, hvorfor vi forudsætter at regnskabsposten omfatter core andre driftsindtægter.
- Regnskabsposten "Af- og nedskrivninger af immaterielle og materielle anlægsaktiver" omfatter kun afskrivninger.

t.kr.	2015	2014	2013	2012	2011
Resultatopgørelse efter reformulering					
Nettoomsætning	834.182	701.956	678.581	648.262	560.690
Omkostninger til råvarer og hjælpematerialer	-411.504	-359.987	-362.754	-357.824	-319.584
Andre eksterne omkostninger	-203.199	-183.507	-162.474	-142.640	-121.808
Personaleomkostninger	-104.220	-92.042	-88.835	-72.665	-62.763
Core driftsoverskud (EBITDA)	115.260	66.420	64.518	75.134	56.535
Af- og nedskrivninger af immaterielle og materielle anlægsaktiver	-6.170	-5.245	-4.669	-5.868	-5.366
Core driftsoverskud før skat (EBIT)	109.089	61.176	59.849	69.266	51.169
Skat af årets resultat (rapporteret)	-23.799	-20.588	-42.758	-18.126	-10.334
Skat af årets resultat (samlet allokert)	23.799	20.588	42.758	18.126	10.334
<i>Skattefordel, core driftsoverskud</i>	<i>-24.015</i>	<i>-15.894</i>	<i>-13.632</i>	<i>-16.724</i>	<i>-10.343</i>
Core driftsoverskud fra salg (NOPAT)	85.074	45.282	46.217	52.542	40.827
Andre driftsindtægter	10.159	7.808	117.995	5.891	1.102
<i>Skattefordel, core andet driftsoverskud</i>	<i>-2.387</i>	<i>-1.913</i>	<i>-29.499</i>	<i>-1.473</i>	<i>-276</i>
Core driftsoverskud (DO)	92.846	51.177	134.713	56.960	41.653
Core finansielle indtægter	897	13.059	3.992	809	112
Core finansielle omkostninger	-11.976	-1.708	-5.483	-1.090	-1.248
<i>Skattefordel, core netto finansielle omkostninger</i>	<i>2.604</i>	<i>-2.781</i>	<i>373</i>	<i>70</i>	<i>284</i>
Dirty Surplus, valutakursregulering	-1.246	579	-257	-188	0
Dirty Surplus, sikringsinstrumenter - primo	-36.724	22.166	2.138	-22.297	0
Dirty Surplus, sikringsinstrumenter - ultimo	58.121	36.724	-22.166	-2.138	16.723
Dirty Surplus, sikringsinstrumenter - skat	-4.865	-12.974	4.619	6.109	-28
Totalindkomst før minoriteter	99.657	106.242	117.929	38.235	57.496
Minoritetsinteresser	-15.467	0	0	0	0
Totalindkomst efter minoriteter	84.189	106.242	117.929	38.235	57.496
<i>Skatteprocent</i>	<i>23,5%</i>	<i>24,5%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>	<i>25,0%</i>

Tabel 4.3 – Reformulering af officielle årsrapporter

⁹⁷ Regnskabsanalyse og værdiansættelse, en praktisk tilgang – Ole Sørensen – 4. udgave

4.3 ØKONOMISK ANALYSE

I dette afsnit vil der blive foretaget beregninger af udvalgte nøgletal og analyse heraf, samt hvilke strategiske effekter der kan udledes af disse nøgletal.

4.3.1 Nøgletal

De udvalgte nøgletal til brug for den økonomiske analyse, kan ses i figur 1.2, jf. metodeafsnittet i kapitel to. Figuren har til formål at give en grafisk illustration af, hvordan de forskellige nøgletal påvirker hinanden, og hvilke hvordan de forskellige nøgletal kan udledes af hinanden.

Som nævnt i metode afsnittet, er de væsentligste nøgletal som vi har medtaget i opgaven:

EKF, AG, FG, OG og AOH. Disse giver hver i sær et brugbart nøgletal til analysen af den økonomiske situation, men giver også forklaringer på udviklingen under hvert af tallene. Se nærmere herfor i figuren.

Derudover har vi valgt og medtage tre overskudsmarginer, EBITDA, EBIT og NOPAT margin, til brug for forklaring af udviklingen i overskudgraden. Ligeledes er medtaget to andre nøgletal til brug for forklaring af udviklingen i AOH; Arbejdskapitalens omsætningshastighed og Anlægskapitalens omsætningshastighed.

Nærmere beskrivelse af nøgletallene vil komme i forbindelse med analysen og beskrivelse af udviklingen.

4.3.2 Økonomisk analyse

I tabellen nedenfor ses en samling af ovenstående nøgletal, beregnet på baggrund af de tidligere viste reformulerede balance og resultatopgørelse.

Nøgletal	2015	2014	2013	2012	2011
Egenkapitalens forrentning	32,93%	52,73%	39,94%	18,90%	33,03%
Afkast på nettodriftsaktiver	21,78%	23,25%	45,43%	37,81%	26,10%
Finansiell gearing	0,59	0,09	0,00	-0,26	-0,08
OG	11,13%	7,29%	19,85%	8,79%	7,43%
AOH	0,51	0,31	0,44	0,23	0,28
EBITDA margin	13,82%	9,46%	9,51%	11,59%	10,08%
EBIT margin	13,08%	8,72%	8,82%	10,68%	9,13%
NOPAT margin	10,20%	6,45%	6,81%	8,11%	7,28%
AOH - arbejdskapital	0,44	0,31	0,41	0,21	0,27
AOH - anlægskapital	0,08	0,00	0,03	0,02	0,02

Tabel 4.5 – Egen fremstilling

4.3.2.1 Egenkapitalens forrentning

Som det kan ses af udviklingen i egenkapitalens forrentning, har denne været svingende i 2014 og 2012, men har ellers været forholdsvis stabil da den starter og slutter på samme niveau. Dette begrundes i, at reguleringen af sikringsinstrumenter især påvirker totalindkomsten i disse to år. Reguleringen af sikringsinstrumenter, som påvirker egenkapitalens forrentning negativt i 2012 med 17,30 procent point (51,86 %), er ligeledes denne regulering, som påvirker egenkapitalens forrentning positivt i 2014 med 12,79 procent point (13,11 %).

At EKF er på samme niveau i start og slutårene af undersøgelsesperioden, er et udtryk for at ændringerne i AG og FG har haft modsatte effekter på egenkapitalens forrentning.

Niveauet på 33 % i start og slut årene af undersøgelsesperioden, vurderes til og være meget acceptabelt for ejerne, idet den sammenlignet med markedrenten ligger væsentligt over dette niveau⁹⁸. Renten er dog meget præget af verdensøkonomien og finanskrisen, hvorfor det vurderes at flere i branchen vil have et EKF niveau der er over dette. Renten er taget som den effektive rente på statsobligationer i gennemsnit for de to største lande i Hummels omsætning.

Når man sammenligner niveauet med engrosmarkedet generelt i Danmark⁹⁹, og med de generelle nøgletal i markedet for mode og tekstil¹⁰⁰, vurderes nøgletallet ligeledes og være meget acceptabelt. Kigger man nærmere på nøgletallene i brancheanalysen, kan det ses på side 5, at Hummels nøgletal ligger over gennemsnittet på de fleste målgrupper, segmenter og parametre. Brancheanalysen vurderes og være forholdsvis generel og ikke detaljeret på præcis de konkurrenter som Hummel sammenlignes med, men giver en god indikation af hvor Hummel befinder sig i forhold til det generelle marked.

Dette viser derfor Hummel koncernen forrenter ejernes indskudte kapital med en stabil forrentning.

⁹⁸ <http://www.statistikbanken.dk/Statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>

⁹⁹ <http://www.statistikbanken.dk/statbank5a/default.asp?w=1684>

¹⁰⁰ Markedsanalyse for mode og tekstilbranchen 2014, jf. bilag 1

4.3.2.2 Afkast på nettodriftsaktiver

Afkastningsgraden på netto driftsaktiver har i undersøgelsesperioden haft en stigning i regnskabsårene 2012 og 2013, for igen at falde i regnskabsårene 2014 og 2015. Set over hele undersøgelsesperioden er afkastningsgraden på netto driftsaktiver faldet med 4,32 procent point (16,55 %).

Stigningen i afkastningsgraden på netto driftsaktiver i 2011, skyldes et fald i netto driftsaktiver samtidig med en stigning i driftsoverskud. Faldet i netto driftsaktiver kan findes i at Hummel har fået indfriet store dele af deres tilgodehavender, samt et fald i koncernens varebeholdninger. Ligeledes skyldes stigningen i driftsoverskuddet en stigning i nettoomsætningen. Den yderligere forøgelse i afkastningsgraden på netto driftsaktiver i 2013, kan findes i den kraftige stigning i andre driftsindtægter. Denne regnskabspost er højere i 2012, end i nogle andre regnskabsår i undersøgelsesperioden, hvorfor dette påvirker nøgletallet positivt i 2012.

Stigningen i nettoomsætningen kan findes i, at i 2012 og 2013, oplever Hummel en kraftig vækst i markedet i Tyrkiet. Det Tyrkiske marked har været med til at påvirke omsætningen for Hummel koncernen positivt i hele undersøgelsesperioden.

I 2015 er udviklingen i afkastningsgraden på netto driftsaktiver, præget af at nettodriftsaktiverne er forøget. Hummel A/S har i 2015 solgt Hummel International A/S til Hummel Holding A/S. Derved er der i regnskabsåret indregnet goodwill for t.kr. 53.069. Dette har påvirket afkastningsgraden negativt. Derudover har der været en forøgelse i varebeholdninger og tilgodehavender, som ligeledes har en negativt påvirkning.

Niveauet på afkastningsgraden er i alle årene på et meget acceptabelt niveau når man sammenligner med markedsrenten¹⁰¹, der er taget på samme måde som før ved EKF.

4.3.2.3 Finansiell gearing

Den finansielle gearing er meget svingende fra år til år i undersøgelsesperioden, og ender ud med en stigning på 837,50 % (0,67). Særligt det sidste år i perioden stiger tallet med 555,56 % (0,5), hvilket primært skyldes en stigning i Hummels gæld til kreditinstitutter. Hummel har i regnskabsåret 2015 optaget mio. kr. 113 til kreditinstitutter, som er den primære årsag til stigningen i den finansielle gearing.

¹⁰¹ Statistikbanken.dk, se udtræk jf. bilag 2

Niveauet for nøgletallet kan være svingende fra branche til branche, hvorfor der ikke kan udledes nogen generel konklusion, på niveauet for finansiel gearing. Det er derfor kun muligt, at foretage nogle overordnede betragtninger for nøgletallet. I takt med at Hummel har optaget yderligere gæld, vil en eventuel finanskriser alt andet lige, påvirke Hummel mere end førhen. Dette skyldes at den faldende købekraft fra forbrugerne ved en finanskriser, vil påvirke likviditeten. Dog vil Hummel i sådanne tilfælde alligevel skulle betale renter af deres lån, som yderligere påvirker likviditeten. Den generelle betragtning er derfor, at jo højere finansiel gearing en virksomhed har, jo mere sårbar vil virksomheden blive ved faldende indtjening.

4.3.2.4 Overskudsgraden (OG)

Overskudsgraden er det et stabilt nøgletal for Hummel koncernen i gennem undersøgelsesperioden. Dog er regnskabsåret 2013 påvirket positivt af de høje andre driftsindtægter. Når man ser bort fra dette er nøgletallet stabilt, dog med en stigning i 2015. Dette viser at Hummel koncernen har været god og stabil til, at generere overskud i forhold til deres netto omsætning, og derfor er Hummel koncernen god til og bevare et stabilt omkostningsniveau. I 2015 kan det dog konstateres, at Hummel har opnået en kraftig omsætningsforøgelse, grundet deres markedsudvikling i sær i Tyrkiet, har givet et større positivt resultat end forventet.

Niveauet for OG vurderes til at være på et acceptabelt niveau, da verdens to største sportsbrands, Nike og Adidas, har overskudsgrader på hhv. 6,3 % for Adidas¹⁰² og 13,6 % for Nike¹⁰³. Derved opnår Hummel et OG på niveau med verdens største sportsbrand, som derfor må vurderes at være acceptabelt.

Det har ikke været muligt at sammenligne Hummels nøgletal, med de generelle nøgletal for branchen, hvorfor der tages udgangspunkt i sammenlignelige nøgletal for Nike og Adidas. Sammenlignet med disse to selskaber, er OG for Hummel på højde med Nikes. Derved kan vi konkludere, at måden hvorpå Hummel driver deres virksomhed, er omtrent lige så effektiv som måden hvorpå Nike driver deres. Nike opererer dog på væsentlig flere markeder end Hummel, så i realiteten kan

¹⁰² <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=ADDYY>

¹⁰³ <http://financials.morningstar.com/ratios/r.html?t=NKE>



Hummel klare sig værre/bedre end Nike i branchen hvorpå de begge operere, og derfor kan Nike være lidt "mudret" ved denne sammenligning.

Det kan derved konstateres, at Hummel er en virksomhed, som har haft fokus på at trimme deres organisation, således at der konstant er en stabil overskudsgrad.

Derudover forventer Hummel, at markedet i Tyrkiet vil stige de kommende år, og at Hummel i Tyrkiet om to år vil være større end resten af Hummel¹⁰⁴.

4.3.2.5 Aktivernes omsætningshastighed (AOH)

Aktivernes omsætningshastighed har været svingende alle årene, men er endt ud med en stigning i undersøgelsesperioden på 82,14 % (0,23). Det sidste år i perioden er AOH alene steget med 64,52 % (0,2), hvilket primært skyldes den store stigning i Hummels omsætning og resultat, på trods af stigninger i tilgodehavender og varebeholdninger.

Niveauet for AOH vurderes til at være særdeles acceptabelt, da nøgletallet indikerer at Hummel formår at udnytte deres aktiver til fulde. Der skal dog tages højde for, at ved indtrædelsen på enkelte markeder har Hummel benyttet sig af agenter som står for butikker etc. Hummel har derfor ikke erhvervet materielle anlægsaktiver, men modtager et fee for salget. I sådanne tilfælde generere Hummel en omsætning, uden at have regnskabsmæssige aktiver der direkte tilknyttet hertil.

Sammenligning med branchen har ikke været mulig, hvorfor der til dette nøgletal er anvendt nøgletal fra konkurrenterne Nike og Adidas. Her kan det konstateres, at Hummel har et nøgletal som ligger betydeligt over både Nike og Adidas. Forskellen mellem Hummel og Nike og Adidas kan der være mange til, men det har ikke været muligt at analysere disse. Nike og Adidas kan eje mange af deres egne butikker, og måske endda ejendomme, som derfor vil påvirke nøgletallet. Det er derfor ikke muligt at gå dybere i analysen og komme med en mere specifik grund til den store forskel i nøgletallet.

¹⁰⁴ <http://stiften.dk/aarhus/hummel-fra-konkursens-rand-til-succes-i-milliardklassen>

4.3.2.6 Overskud marginer

De tre marginer har alle været svingende i undersøgelsesperioden, men er alle endt ud i en stigning på ca. 40 %, hvilket indikerer at den samlede lønsomhed for driften og kerneaktiviteten, før (EBIT) og efter skat (NOPAT), har haft et stort set identisk forløb med lønsomheden for driften uden renter og afskrivninger (EBITDA). Det sidst nævnte nøgletal er samlet steget med 37 %, mens EBIT er steget med 43 % og NOPAT med 40 %. Stigningerne skyldes som nævnt, primært en større stigning i omsætningen uden at der har været en tilsvarende stigning i omkostningerne forbundet hermed. Hummel er altså blevet markant bedre til at minimere omkostningerne, og det tyder på at infrastrukturen og opsætningen i virksomheden, gør det muligt og producere og distribuere billigt ved større mængder. Dette er et udtryk for de stordriftsfordele som Hummel besidder ved den nuværende interne opsætning, og de gode produktions- og distributionsmæssige støttefunktioner som ligger i virksomhedens værdikæde. Dette tyder også på, at der er ikke er de store afskrivningsmæssige omkostninger forbundet med opsætningen, samt at finansieringsdelen ikke koster det store i renteomkostninger for Hummel, hvilket også kan ses i den finansielle gearing, hvor vi kunne konstatere at Hummel først i det sidste år har fået en stor stigning i de finansielle forpligtigelser. Renteomkostningerne af dette, vil derfor først rigtig kunne ses ved næste regnskabsaflægning.

4.3.2.7 Aktivernes omsætningshastighed (AOH) – Arbejdskapital/anlægskapital

Som det kan ses i nøgletallene, udgør anlægskapitalen ikke stor en andel af balancesummen til brug for at generere Hummels nuværende omsætning, og udgør kun 14 % af den samlede omsætningshastighed på aktiverne. Det pæne niveau i AOH stammer derfor fra arbejdskapitalen, som også er årsagen til stigningen i AOH, da dette nøgletal er steget med 62,48 % (0,17). Det bevidner om, at Hummel er en trimmet organisation som udnytter sin kapacitet, er god til at styre varelagre og god til at forhandle kredittider, med undtagelse af det seneste år hvor tilgodehavender (og finansielle forpligtigelser) er steget som følge af yderligere indtrængen på det tyrkiske marked.

4.4 DELKONKLUSION

Kapitlet har til formål, at beskrive den økonomiske udvikling i Hummel-koncernen over en femårig periode. For at der har kunnet udarbejdes en retvisende og sammenlignelig analyse, er de officielle balancer og resultatopgørelser for undersøgelsesperioden blevet reformuleret. Derved opdeles driftsaktivitet og finansierings aktivitet. Ud af analyse kan det konkluderes at Hummel-koncernen i undersøgelsesperioden har haft en stor udvikling i deres generelle økonomi. Denne udvikling kan ses i samtlige regnskabsposter har haft en vækst i undersøgelsesperioden. Hummel har derved formået at øge deres indtjening, deres størrelse og værdien af virksomheden, alt samme indikationer på at Hummel-koncernen har haft vækst.

For at kunne anskue koncernen på en mere overskuelig måde, har vi beregnet nøgletal hertil. I gennem undersøgelsesperioden har Hummel har en generel positiv udvikling i deres nøgletal, som underbygger konklusionen om koncernens vækst. Det kan dog konstateres, at indtrængningen på det tyrkiske marked, har medført en større binding af kapital i hhv. varebeholdninger og tilgodehaver. Derudover har Hummel-koncernen optaget yderligere gæld, som også påvirker nøgletallene. Både kapitalbindingerne og gældsoptagelsen har dog ikke påvirket nøgletallene i sådan en grad, at det økonomiske billede af Hummel ændres.

5. VÆRDIANSÆTTELSE

Dette kapitel omhandler værdiansættelsesdelen af opgaven, og har til formål at besvare problemformuleringens undersøgelsesspørgsmål tre, og dermed give svar på en eventuel handelsværdi for Hummel på koncern niveau. Værdiansættelsen tager udgangspunkt i de to foregående kapitler med hhv. den strategiske analyse og den økonomiske analyse.

5.1 INDLEDNING

Ved værdiansættelse af virksomheder og koncerner, kan der benyttes forskellige modeller. Ved værdiansættelsen af Hummel koncernen vil RIDO-modellen blive anvendt.

Ved brugen af denne model, beregnes aktionærværdien ved først at beregne virksomhedsværdien, som udtrykker værdien til alle kapitalindskydere, hvorefter de netto finansielle forpligtelser fratrækkes. Derved opnås egenkapitals værdien.

Til brug for udnyttelsen af RIDO-modellen, skal der forlægges en budgetperiode og dertilhørende vækstrater for budgetperioden. Derudover skal driftens kapitalomkostninger (WACC) bestemmes, samt OG og AOH, for at modellen kan benyttes. Dette vil løbende blive beskrevet, samt argumenteret for valg og vurdering af de enkelte parametre.

Da værdiansættelsen bygger på vurderinger og antagelser, vil der efter beregningen af en eventuel handelsværdi, blive foretaget en følsomhedsanalyse. Denne følsomhedsanalyse, vil afklare hvor stor påvirkning ændringen i enkelte parametre, vil have på den eventuelle handelsværdi.

5.2 BUDGETTERING

For at kunne foretage en værdiansættelse, er det nødvendigt at kende virksomhedens fremtidige indtjening. Når man kender virksomhedens præcise fremtidige indtjening, vil det være muligt og kunne beregne en præcis værdi for den givne virksomhed. Dette er dog ikke muligt i praksis, hvorfor der fastsættes en budgetperiode, og en efterfølgende terminal periode.

Valg af budget periode fastsættes til fire år hvilket vil sige regnskabsårene 2016 til 2019, hvorefter terminalperioden benyttes. Budgetperioden fastsættes til fire år, da en længere budgetperiode vil være omfattet af stor usikkerhed, samtidig med den generelle usikkerhed i den globale verdensøkonomi.

Til trods for at Hummel har klaret sig fint igennem den foregående finanskriser, og har præsteret i et generelt presset marked, har vi valgt at tage højde for dette ved en den valgte budgetperiode. I og med at Storbritannien har stemt sig ud af EU, har vi vurderet, at dette potentielt kan have en indflydelse negativ indflydelse på den fremtidige indtjening. Derudover forventes det, at Hummel inden for de næste fire år har etableret sig yderligere på det tyrkiske marked, hvorfor vi forventer yderligere stigninger i nettoomsætningen. Vi vurderer dog ikke, at have nok kendskab til, hvordan markedet udvikler sig efter den tre årige periode, hvorfor dette også er årsag til den tre årige budgetperiode.

For at kunne værdiansætte Hummel koncernen, skal den fremtidige nettoomsætning, aktivernes omsætningshastighed og overskudsgraden før skat budgetteres. Ligeledes fastsættes den effektive skatteprocent for alle budgetårene.

Til brug for værdiansættelsen vurderer vi derfor, at Hummel har en årlig omsætningsstigning på baggrund af den gennemsnitlige stigning i nettoomsætning de seneste fire år. Det kan her konstateres at stigning i nettoomsætning de foregående år er som følger:

2011-2012: 15,6 %

2012-2013: 4,6 %

2013-2014: 3,4 %

2014-2015: 18,8 %

Ud fra ovenstående, kan det konstateres at den gennemsnitlige stigning i nettoomsætningen er på 10,6 %. Vi forudsætter derfor at nettoomsætningen har en årlig stigning på minimum 10,6 %. Til denne forudsætning, skal tillægges, at Hummel forventer at markedet i Tyrkiet vil fortsætte sin stigning. Det vurderes dog, at den procentvise stigning ikke vil være nær så stor som i 2014-15, hvorfor den procentvise stigning sættes væsentlig lavere. Den procentvise stigning i nettoomsætningen, fastsættes derfor til at være hhv. 8,5 %, 8,0 %, 7,5 % og 7,0 %, i regnskabsårene 2016, 2017, 2018 og 2019.

I den valgte værdiansættelsesmodel anvendes nøgletallene AOH og OG før skat. Disse to nøgletal har været svingende i gennem undersøgelsesperiode, som også står beskrevet i kapital fire. Det er derfor vanskeligere at fastsætte disse nøgletal i budgetperioden. Det forventes dog, at begge nøgletal vil være stabile, men med en rolig vækst. I og med at nøgletallene er meget svingende i gennem de seneste fem år, vurderer vi, at en gennemsnitlig vurdering af nøgletallene ikke vil bidrage

med en tilfredsstillende kvalitet til værdiansættelsen. Der tages derfor udgangspunkt i de pågældende nøgletal fra regnskabsåret 2015.

AOH er i regnskabsåret 2015 på 0,51¹⁰⁵ hvilket vi anvender som udgangspunkt i den videre værdiansættelse. Det forudsættes, at Hummel ikke vil foretage yderligere betydelige investeringer hverken i arbejdskapital eller anlægskapital i under budgetperioden, hvorfor AOH ikke forventes at ændres betydeligt. Dog forventes der en lille stigning i takt med at der forventes en større stigning i nettoomsætning end i nettodriftsaktiver. AOH forventes derfor at være hhv. 0,55, 0,60, 0,65 og 0,70 i regnskabsårene 2016, 2017, 2018 og 2019.

OG før skat var i 2015 på 14,3 %, hvilket blandet andet skyldes den store stigning i det tyrkiske marked. Det forventes ikke at OG før skat, vil være på samme niveau i budgetperioden, da Hummel vil fortsætte deres markedsudvikling på det tyrkiske marked. Vi vurderer derfor OG før skat til at være hhv. 12,5 %, 12,6 %, 12,6 og 12,7 % i budgetperioden. Dette begrundes med, at regnskabsåret 2015 er præget af en stor vækst på det tyrkiske marked, som vi forventer at fortsætte, men dog ikke i samme omfang som regnskabsåret 2015.

5.3 VÆGTEDE GENNEMSITLIGE KAPITALOMKOSTNINGER

For at kunne værdiansætte virksomheden ved brug af RIDO-modellen er det nødvendigt, at fastsætte driftens vægtede gennemsnitlige kapitalomkostninger, også betegnet som WACC.

WACC kan betegnes som ejernes og långivernes gennemsnitlige vægtet afkastkrav.

WACC kan beregnes ud fra følgende formel¹⁰⁶:

$$WACC = \frac{NIBD}{(NIBD + E)} \times r_d \times (1 - t) + \frac{E}{(NIBD + E)} \times r_e^{107}$$

¹⁰⁵ Se nøgletalsberegninger i kapitel 3

¹⁰⁶ Financial Statement Analysis – Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – Udgave 2012

¹⁰⁷ Financial Statement Analysis – Christian V. Petersen & Thomas Plenborg – Udgave 2012

Med følgende definitioner:

$NIBD = \text{Netto rentebærende gæld}$

$E = \text{Egenkapital}$

$r_d = \text{Afkastkrav på netto rentebærende gæld}$

$r_e = \text{Afkastkrav på egenkapital}$

$t = \text{Selskabsskat}$

Som det kan udelades af ovenstående formel, er flere af faktorerne til brug for beregning af WACC defineret på forhånd.

Faktorerne er som følger:

$NIBD = \text{kr. } 150.748.795$

$E = \text{kr. } 255.681.087$

Selskabsskatteprocenten for budgetperioden fastsættes til 22 %, jf. selskabsskatteloven § 2, stk. 3¹⁰⁸. Da det ikke forventes at selskabsskatteprocenten vil reguleres i budgetperioden, er det vurderet forsvarligt at anvende en selskabsskatteprocent på 22 %, samt benytte denne til udregning af WACC.

$t = 22\%$

Den gennemsnitlige udlånsrente var i regnskabsåret 2015 på 0,05 %¹⁰⁹. Det vurderes dog ikke realistisk, at denne rente sats benyttes i forbindelse med udlån af den størrelsesorden som Hummel vil efterspørge.

Da renteniveauet i Danmark ligeledes er historisk lavt, vurderes den officielle udlånsrente, ikke at give et retvisende billede af hvilket afkastkrav der er på den rentebærende gæld for det lån som virksomheder kan tage i kreditinstitutter ved større beløb. Vi vurderer derfor, at den gennemsnitlige udlånsrente på 5,50 %, vil være på et mere retvisende niveau under budgetperioden¹¹⁰. Vi begrundet valget af rentesats med, at udlån ikke forrentes med 0,05 %, men betydeligt højere. Omregner man Hummels rente ud fra 2015 årsrapporten, udgør renteomkostningerne også rundt regnet ca. 5 % af den samlede rentebærende gæld.

$r_d = 5,50\%$

Den eneste tilbageværende faktor der mangler en værdi, er afkastkravet på egenkapitalen.

¹⁰⁸ <https://www.retsinformation.dk/forms/r0710.aspx?id=169477>

¹⁰⁹ <http://www.nationalbanken.dk/da/markedsinfo/officialerentesatser/Sider/Default.aspx>

¹¹⁰ <https://www.finansielstabilitet.dk/Default.aspx?ID=216>

5.3.1 Afkastkrav på egenkapital

Ved bestemmelse af afkastkravet på egenkapitalen, kan Capital Asset Pricing Model (CAPM) benyttes. Afkastkravet på egenkapitalen sammensættes af afkastet ved en risikofri investering, samt et skønnet risikotillæg for investeringen. Det kan derfor konkluderes, at jo større risiko der er ved en given investering, jo større afkastkrav vil der ligeledes forventes af investeringen.

Ud fra denne model, er afkastkravet på egenkapitalen:

$$r_e = r_f + \beta_e X (r_m - r_f)$$

Med følgende definitioner:

r_e = Afkastkrav på egenkapital

r_f = Risikofri rente

β_e = Systematisk risiko på egenkapitalen (Beta)

r_m = Forretning af markedets portefølje

Den risikofri rente kan i hovedtræk sammenlignes med den effektive rente på en statsobligation¹¹¹. I 2015, var den effektive rente på danske statsobligationer på 0,6 %¹¹², hvilket vi ikke vurderer, kan benyttes som grundlag for den fremtidige risikofrie effektive rente på statsobligationer. Til trods for den lave rente, grundet den globale finanskrisen, vurderer vi dog, at den lave rente er sandsynlig for fremtiden.

$$r_f = 0,6 \%$$

Til brug for grundlag af forretningen af markedets portefølje, tages der udgangspunkt i det danske OMXC20 indeks. Indekset udgør de tyve mest handlede aktier på den Københavnske Fondsbørs, hvorfor vi vurderer at disse aktier udgør et repræsentativt udsnit af markedets porteføljen.

Vurderingen af forventningen af markedsporteføljen foretages ud fra en vurdering af den generelle vækst i markedet, samt udtalelser fra forskellige banker. Den generelle vækst i det danske C20 in-

¹¹¹ <http://www.invested.dk/encyclopedia/risikofri-rente/>

¹¹² <http://www.statistikbanken.dk/Statbank5a/SelectVarVal/saveelections.asp>

deks har i perioden 2012 – 2015 haft en vækstrate mellem 17,6 % - 32,0 %. Det vil derfor være naturligt, at forvente en fremtidig vækstrate i samme omfang. Dog vurderer forskellige banker, at den fremtidige forrentning ingenlunde, vil matche tidligere års vækstrater¹¹³. Aktiestrateg fra Jyske Bank, vurderer at afkastet for 2016 vil være på 6 % for danske aktier, mens afkastet for europæiske aktier vil være 7-8 %¹¹⁴. Investeringsbanken Carnegie, tør ikke spå om afkastet på danske aktier for 2016, men spår derimod at afkastet på verdensplan er 5-8 % i 2016¹¹⁵.

Forventningerne fra Jyske Bank og Carnegie gør, at vi fastsætter forretningen af markedets portefølje til 6,5 %, da dette er forventningerne på specifikt de danske aktier som vi benytter som vurderingsgrundlag.

$$r_m = 6,5 \%$$

Sidste faktor som skal bestemmes for at kunne udregne afkastkravet på egenkapitalen og dermed WACC, er den systematiske risiko på egenkapitalen (Beta).

Ved børsnoterede virksomheder, vil beta-værdien for det pågældende selskab, kunne findes ved databaser såsom Bloomberg Terminal. I og med at Hummel-koncernen ikke er børsnoteret, er dette derfor ikke muligt. Vi foretager derfor en konkret vurdering af Hummel-koncernens risiko profil. Risikoprofilen vil tage udgangspunkt i den strategiske analyse i kapitel to, den økonomiske analyse i kapitel tre samt yderligere nødvendigt materiale.

Beta-værdien udregnes på følgende måde:

$$\beta_e = \beta_a + (\beta_a - \beta_d \times \frac{NIBD}{E})$$

Med følgende definitioner:

$$\beta_a = \text{Driftsrisiko}$$

$$\beta_a - \beta_d \times \frac{NIBD}{E} = \text{Finansielle risiko}$$

¹¹³ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2015/12/23/efter-flere-aars-fest-banker-spaar-mindre-afkast-i-c20-i-2016/13282342>

¹¹⁴ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2015/12/23/efter-flere-aars-fest-banker-spaar-mindre-afkast-i-c20-i-2016/13282342>

¹¹⁵ <http://www.euroinvestor.dk/nyheder/2015/12/23/efter-flere-aars-fest-banker-spaar-mindre-afkast-i-c20-i-2016/13282342>

Driftsrisikoen antages ud fra parametrene, eksterne risici, strategiske risici samt operationelle risici. Disse parametre er beskrevet og analyseret igennem hele kapitel to, hvorfor disse ikke vil blive yderligere analyseret i dette afsnit. Afsnittet vil derfor blot referere hovedkonklusionerne, og derved fastsætte en driftsrisiko.

I hovedtræk vurderes driftsrisikoen for Hummel-koncernen til at være lav, grundet de succesfulde markedsudviklinger, samt en konstant tilpasning til markedet. Derved forstås at Hummel hele tiden udvikler deres forretning, og derved finder nye indtjeningsmuligheder. Blandt disse succesfulde markedsudviklinger, kan nævnes indtrængningen på det tyrkiske marked, som har været en cash cow for Hummel. Derudover har Hummel markedsført deres Brand med succes, således at forbrugerne ved de køber produkter der differentiere sig fra konkurrenternes, samt at Hummel rammer de seneste trends. Dette er indikationer på, at driftsrisikoen er lav. Det vil dog i praksis ikke være muligt at have en driftsrisiko med beta-værdien på 0, da der altid vil være risici ved at drive forretning. I og med Hummel sælger "luksusprodukter", og derudover også er præget af trends, branding samt global økonomisk situation, vurderer vi driftsrisikoen til være som det generelle marked. Vi vurderer derfor driftsrisikoen til at have en beta-værdi på 1,00.

$$\beta_a = 1,00$$

Den finansielle risiko vil tage udgangspunkt i kapitel fire, hvor i der er foretaget en økonomisk analyse af Hummel-koncernen. Det er her blevet analyseret, at Hummel er en stærk virksomhed i vækst, og som leverer acceptable nøgletal. Derudover kan Hummels økonomiske styrke også ses i tildelingen af Gazelleprisen i 2013. Ud over tildelingen af Gazelle prisen, har Hummel leveret vækst igennem 20 år, og etableret sig på nye profitable markeder. Dette giver indikationer på, at den finansielle risiko i Hummel er lav. Ydermere er Hummel-koncernen en del af THORNICO konglomeratet, som giver en yderligere økonomisk sikkerhed for Hummel. Vi vurderer derfor driftsrisikoen til at have en beta-værdi på 0,40.

$$\beta_a - \beta_d \times \frac{NIBD}{E} = 0,40$$

Dette giver en samlet systematisk risiko på 1,40.

$$\beta_e = 1,40$$

Ud fra dette er det nu muligt, at beregne afkastkravet på egenkapitalen og derefter WACC, til brug for værdiansættelsen.

$$r_e = \text{Afkastkrav på egenkapitalen}$$

$$r_e = 0,06\% + 1,40 \times (6,5\% - 0,06\%)$$

$$r_e = 8,87\%$$

Det er således nu muligt at beregne WACC.

$$WACC = \frac{NIBD}{(NIBD + E)} \times r_d \times (1 - t) + \frac{E}{(NIBD + E)} \times r_e$$

$$WACC = \frac{150.748.795}{(150.748.795 + 255.681.087)} \times 5,50\% \times (1 - 22\%) + \frac{255.681.087}{(150.748.795 + 255.681.087)} \times 8,87\%$$

$$WACC = 7,17\%$$

5.4 VÆRDIANSÆTTELSE - RIDO

På baggrund af ovenstående informationer, antagelser og vurderinger, er det muligt at værdiansætte Hummel-koncernen ud fra RIDO-modellen.

Beregningsen af værdiansættelsen af Hummel-koncernen kan ses i bilag tre, og beregner en virksomhedsværdi på kr. 1.563.122.547, hvor der skal fratrækkes koncernens nettofinansielle forpligtelser. Derved bliver værdiansættelsen fastsat til kr. 1.412.373.752, for hele Hummel koncernen.

5.4.1 Value drivers

Dette afsnit vil blive benyttet til, at foretage en konkret vurdering af, om det beregnede forslag til en handelsværdi vurderes korrekt. Vurderingen vil tage udgangspunkt i kapitel tre og fire samt udviklingen i driftsaktivitetens officielle pengestrømme for Hummel fra 2013 til 2015. Da de aflagte årsrapporter for Hummel-koncernen i 2011 og 2012 ikke indeholder pengestrømsopgørelser, har vi selv udarbejdet disse¹¹⁶. Pengestrømsopgørelserne anvendes til at fastlægge pengestrømmene for drifts og investeringsaktiviteten. Afsnittet vil indeholde en konkret vurdering af den enkelte value driver, som benyttes til redegøre for værdiansættelsen af Hummel-koncernen. Den konkrete vurde-

¹¹⁶ Jf. bilag 4

ring er foretaget ud fra en skøn, og er dermed blot et forslag til værdiansættelse af de nedenstående value drivers.

Som det tidligere er beskrevet, er Hummel en mindre spiller i markedet med trendy sportstøj, hvor multinationale koncerner som Nike, Adidas og Puma er blandt de største spillere. Det vil derfor ikke kunne betegnes som, at Hummel er markedsleder og derved har den største markedsandel. Dog er Hummel af den størrelse, hvor at der stadig kan opnås stordriftsfordele ved at samle produktion og logistik. Til trods for at Hummel ikke er den største spiller på markedet for trendy sportstøj, oplever de stadig store vækstrater, ligesom resten af markedet. Hummel oplever især vækst på det tyrkiske marked, hvor den stigende middelklasse har resulteret i mere salg. Det er især denne vækst, som er med til, at forøge værdien af Hummel-koncernen i fremtiden, da ledelsen anser det tyrkiske marked, for at udgøre en stor del af omsætningen i fremtiden. Det tyrkiske marked vurderes på nuværende tidspunkt, ikke at have opnået sit fulde potentiale. Den fremtidige indtjening, vil derfor være stigende, og vi vurderer markedsudviklingen på det tyrkiske marked til en værdi på mio. kr. 300. Da Hummel selv vurderer, at dette marked kan blive deres største marked inden for en årrække, vurderes det tyrkiske marked, derfor at have denne værdi.

I takt med at der er en generel vækst på markedet, bliver markedet også mere attraktivt for allerede etablerede spillere samt nye aktører. Dette er med til at øge rivaliseringen på markedet, hvor differentiering er vigtig. På dette punkt, har Hummel foretaget forskellige valg, for at differentiere sig. Dette gælder både på markedsføring, sponsorater men også i forhold til deres investeringer under lavkonjunktur. Det er netop denne differentiering og tankegang, som er værdiskabende for Hummel, da de foretager valg som deres konkurrenter ikke nødvendigvis foretager. Hummel kan foretage disse differentieringer, blandt andet fordi de ikke er børsnoteret, og derfor ikke skal stå til ansvar overfor børsregler, samt aktionærer og investorer. Differentieringsstrategien er vigtig, i måden, hvor på Hummel driver forretning. Denne strategi er grundlaget for, at Hummel opnår interesse i forskellige kredse. Da strategien er yderst vigtig, vurderer vi at denne vil være med til at sikre den fremtidige indtjening. Måden hvorpå Hummel differentiere sig, vurderes dertil en værdi på mio. kr. 200.

Selve Hummel-koncernen er afhængig af deres branding, og især af brandingens omkring Christian Stadil. Det er netop Hummel, som Christian Stadil er kendt og bliver associeret med. I forbindelse med et eventuelt opkøb af Hummel-koncernen, vil det derfor være naturligt for en køber at beholde Christian Stadil som frontfigur. Det kan antages, at såfremt Christian Stadil ikke længere var en del af Hummel, ville deres branding effekt blive for mindsket. Vores vurderinger af branding værdi-

en omkring Christian Stadil, vurderer vi til have en værdi på mio. kr. 300. Den høje værdiansættelse, begrundes i, at Christian Stadil i store træk driver forretningen, og er branding af Hummel. Hans tilstedeværelse for Hummel er derfor vigtig, for den fremtidige drift.

Hummels økonomiske situation og udvikling er analyseret i kapitel fire, hvorfor dette ikke vil blive foretaget i dette afsnit. Dog som det kan ses i kapitel fire, har Hummel bundet store dele af deres kapital i tilgodehavender samt varebeholdninger i regnskabet 2015, hvilket har stor indflydelse på pengestrømmene af driftsaktiviteten.

Det kan konstateres, at driftsaktiviteten i regnskabsåret 2015 ikke skaber positive pengestrømme, hvorved grunden skal findes i reguleringen af arbejdskapital. Alt andet lige, har Hummel bundet hele deres resultat for regnskabsåret 2015 i arbejdskapital, hvorfor også pengestrømme fra drift før finansielle poster er negativ. Dette er stor en stor modsætning til hvordan pengestrømmene fra driftsaktiviteten var i regnskabsåret 2014. Her var positive pengestrømme fra driftsaktiviteten på mio. kr. 245, hvor en positiv regulering af ændring i driftskapital på mio. kr. 177, gør et stort udslag. Ligeledes skabte regnskabsåret 2011 til 2013 også positive pengestrømme fra driftsaktiviteten. Set over de seneste fem regnskabsår generer Hummel-koncernen gennemsnitlig positive pengestrømme på driftsaktiviteten på mio. kr. 59. Da regnskabsåret ikke vurderes at give et retvisende billede af pengestrømmene fra driftsaktivitet, vil undladelses af dette regnskabsår, give en gennemsnitlig pengestrøm fra driftsaktiviteten på mio. kr. 83. Såfremt at det forudsættes at der i gennemsnit pengestrømme midt i mellem mio. kr. 59 og mio. kr. 83, vil det være mio. kr. 71 i positive pengestrømme fra driftsaktiviteten, som eventuelle købere, vil erhverve til værdiansættelsen beregnet i afsnit 5.4. Ud fra beskrivelsen omkring pengestrømmene fra driftsaktiviteten, vurderer vi, at dette har en fremtidig værdi på mio. kr. 300 inden for en fireårig periode.

Derudover vil en eventuel køber også være interesseret i hvor store investeringer der er foretaget i tidligere år. Siden regnskabsåret 2011, er der i gennemsnit investeret for mio. kr. 16 pr. år. Disse investeringer vil efter en årrække generere positive pengestrømme, som en eventuel køber til finde interessante. Den samlede investeringssum siden regnskabsåret 2011, er på mio. kr. 80. En eventuel køber, vil alt andet lige forvente, at der i fremtiden genereres minimum mio. kr. 80 fra disse investeringer, samt et afkast. Vi vurderer derfor værdien af de foretagne investeringer siden regnskabsåret 2011, til at have en værdi på mio. kr. 100. Vi har ikke direkte kunnet udlede en forøgelse af pengestrømmene fra driftsaktiviteten grundet investeringerne. Vi har dog kunnet konstatere, at Hummels omsætning har været stigende, hvilket også gør sig gældende med årets resultat. Det

formodes at denne stigning, blandt andet skyldes investeringerne, og at investeringerne derfor begynder at genererer flere pengestrømme.

I forbindelse med regnskabsanalyse er vi ikke støt på forhold, som vi vurderer, har effekt på værdiansættelse. Dette omfatter blandt andet skjulte reserver i forhold til koncernens aktiver, samt at vi vurderer der skal foretages yderligere hensættelser. Ligeledes er årsrapporterne udarbejdet med blanke påtegninger i undersøgelsesperioden, hvorfor vi ikke vurderer der er yderligere forhold.

Vi har gennemlæst ledelsesberetningerne, hvorved det er konstateret, at der ikke forekommer forhold, som vi ikke yderligere har taget højde for.

De ovenstående værdier af de nævnte value drivers, har en samlet værdi på mio. kr. 1.200, hvorfor forskellen mellem den beregnede værdi i værdiansættelsen og værdien af value drivers, er goodwill. Det vil derfor betyde en goodwill på mio. kr. 212, hvilket vi finder forsvarligt. Forsvarligheden begrundes med det faktum, at Hummel Internationalt A/S internt er solgt i koncernen. Dette har medført en indregnet goodwill. Den indregnede goodwill har en værdi på mio. kr. 54, for dette selskab. Vi vurderer derfor, at værdien af goodwill for Hummel-koncernen forsvarlig kan fastsættes til mio. kr. 212.

Vi vurderer derfor at den tidligere beregnede værdi på kr. 1.412.373.752, er forsvarlig ud fra perspektivet omkring brandværdi, markedsføring, differentiering. De allerede positive pengestrømme fra driftsaktiviteten og de mulige positive pengestrømme, som forventes af de foretagende investeringer, vil tillægges denne vurdering.

Det vurderes derfor ikke nødvendigt, at foretage en eventuel rabat på terminalværdien, da vi vurderer ovenstående forhold til svarere den beregnede værdi for Hummel-koncernen.

5.5 FØLSOMHEDSANALYSE

Da ovenstående beregnede værdiansættelse bygger på flere antagelser og vurderinger af forskellige parametre, vil vi i dette afsnit belyse følsomheden af værdiansættelsen. Dette vil foretages ved at udvælge to faktorer, og ændre på disse, for derved at se påvirkningen på værdiansættelsen.

De udvalgte parametre, som der vil blive foretaget følsomhedsanalyse på, er WACC samt PV af residualoverskuddet i budgetperioden og terminalperioden. Nedenstående tabel viser værdiansættelsen af Hummel-koncernen ved procentvise ændring.

Nedenstående tabel er vist i mio. kr.

		WACC (procent-point)								
		-1,00%	-0,75%	-0,50%	-0,25%	0,00%	0,25%	0,50%	0,75%	1,00%
PV	-3,00%	1.613	1.545	1.484	1.429	1.378	1.332	1.290	1.250	1.214
	-2,00%	1.627	1.558	1.497	1.441	1.390	1.343	1.300	1.260	1.224
	-1,00%	1.641	1.571	1.509	1.452	1.401	1.354	1.310	1.270	1.233
	0,00%	1.654	1.584	1.521	1.464	1.412	1.365	1.321	1.280	1.243
	1,00%	1.668	1.598	1.534	1.476	1.424	1.376	1.331	1.290	1.253
	2,00%	1.682	1.611	1.546	1.488	1.435	1.387	1.342	1.301	1.262
	3,00%	1.696	1.624	1.559	1.500	1.446	1.397	1.352	1.311	1.272

Tabel 5.1 – Egen fremstilling

Som det kan udlades af ovenstående følsomhedstabel, kan det konstateres at den laveste værdiansættelse på mio. kr. 1.214, opnås ved en højere WACC og en lavere PV af residualoverskuddet i budgetperioden og terminalperioden. Ligeledes opnås det højeste værdiansættelse på mio. kr. 1.696 ved en højere PV og en lavere WACC.

På trods af at følsomhedsanalysen tager højde for to parametre, er det især forskelle i WACC, som kan ændre værdiansættelsen.

Da der er store forskelle i værdiansættelsen, afhængig af hvordan forskellige parametre analyseres og vurderes, belyser dette, at værdiansættelsen af Hummel-koncernen er meget usikker. Værdiansættelsen vil derfor i stor grad bære præg af, hvilke vurderinger der foretages og hvordan den strategiske position og den økonomiske analyse påvirker Hummel.

5.6 DELKONKLUSION

Dette kapitel har til formål at besvare undersøgelsesspørgsmål tre, og dermed give svar på til hvilken værdi Hummel-koncernen vil kunne sælges til en eventuel køber. Dette er sket ud fra en budgettering af de fremtidige residualoverskud inden for en budgetperiode på fire år, med tillæg af residualoverskudene i terminalperioden efter budgetperioden.

Budgetteringen tager udgangspunkt i kapitel tre og fire, hvor i der er foretaget en strategisk og økonomisk analyse. Det blev konstateret, at Hummel har haft en vækst i gennem 20 år, som forventes at fortsætte, grundet succesfulde markedsudviklinger, og succesfulde differentieringer. Dette forventes at fortsætte i fremtiden, hvorfor budgetteringen medtager disse udviklinger.

Til beregning af en handelsværdi på Hummel-koncernen er anvendt RIDO-modellen, som beregner handelsværdien ud fra de fremtidige residualoverskud. Hertil er anvendt er der taget højde for driftens kapitalomkostninger, som er estimeret ud fra kapitel tre og fire, samt den generelle økonomiske udvikling i verdenen.

En eventuel handelsværdi er beregnet til kr. 1.412.373.752, som dog er påvirket af de estimeringer som er foretaget i kapitlet. For at belyse den følsomhed som er i forbindelse med beregningen, er der foretaget en følsomhedsanalyse. Denne viser at afhængig af hvilke estimeringer og vurderinger der foretages, kan handelsværdien være meget svingende. Vi vurderer dog, at den beregnede handelsværdi er forsvarlig, set ud fra perspektivet omkring de value drivers, som er i Hummel-koncernen.

6. KONKLUSION

Konklusionen giver svar på problemformuleringen i opgaven.

Dette gøres ved, at give svar på de tre underliggende undersøgelsesspørgsmål, hvilket er foretaget i delkonklusionerne ved de tre kapitler ovenfor.

6.1 HUMMELS STRATEGISKE POSITION

Hvilken strategisk position har Hummel?

Hummel agerer i et marked med høj rivalisering, hvorfor det er vigtigt at differentiere sig fra konkurrenterne. Dette har Hummel lagt stor vægt på at gøre, hvilket er opnået ved igennem markedsføring, sponsorater, branding og investeringer. Hummel har derved opnået, at tillægge en ekstra værdi hos forbrugerne således, at der opbygges præferencer over for Hummel brandet.

Hummel har igennem deres differentiering opbygget en stærk strategisk position, og vinder markedsandele, til trods for at markedet er præget af høj rivalisering.

6.1 HUMMELS ØKONOMISKE SITUATION

Hvordan er Hummels økonomiske udvikling?

Den økonomiske situation hos Hummel er analyseret over en femårig periode, hvor der er udarbejdet en reformulering af de officielle balancer og resultatopgørelser. Dette er foretaget, for at opdele resultatopgørelserne og balancerne driftsaktivitet og finansierings aktivitet. Ud af analysen kan det konkluderes at Hummel-koncernen i undersøgelsesperioden har haft en stor vækst. Hummel har øget deres indtjening, deres størrelse og værdien af virksomheden.

Der er beregnet nøgletal, for at gøre analysen mere anskuelig. Ved analysen af nøgletal i undersøgelsesperioden har Hummel har en generel positiv udvikling, som underbygger konklusionen om koncernens vækst. Det kan dog konstateres, at indtrængningen på det tyrkiske marked, har medført en større binding af kapital i hhv. varebeholdninger og tilgodehavender. Derudover har Hummel-koncernen optaget yderligere gæld, som også påvirker nøgletallene. Både kapitalbindingerne og gældsoptagelsen har dog ikke påvirket nøgletallene i sådan en grad, at det økonomiske billede af Hummel ændres.

6.2 HUMMELS HANDELSVÆRDI

Hvad er værdien af Hummel?

Budgetteringen tager udgangspunkt i kapitel tre og fire, hvor i der er foretaget en strategisk og økonomisk analyse. Det blev konstateret, at Hummel har haft en vækst i gennem 20 år, som forventes at fortsætte, grundet succesfulde markedsudviklinger, og succesfulde differentieringer. Dette forventes at fortsætte i fremtiden, hvorfor budgetteringen medtager disse udviklinger.

Til beregning af en handelsværdi på Hummel-koncernen er anvendt RIDO-modellen, som beregner handelsværdien ud fra de fremtidige residualoverskud. Hertil er anvendt er der taget højde for driftens kapitalomkostninger, som er estimeret ud fra kapitel tre og fire, samt den generelle økonomiske udvikling i verdenen.

En eventuel handelsværdi er beregnet til kr. 1.412.373.752, som dog er påvirket af de estimeringer som er foretaget i kapitlet. For at belyse den følsomhed som er i forbindelse med beregningen, er der foretaget en følsomhedsanalyse. Denne viser at afhængig af hvilke estimeringer og vurderinger der foretages, kan handelsværdien være meget svingende. Vi vurderer dog, at den beregnede handelsværdi er forsvarlig, set ud fra perspektivet omkring de value drivers, som er i Hummel-koncernen.

6.3 SVAR PÅ PROBLEMFORMULERINGEN

Til hvilken værdi bør Hummel handles i tilfælde af et salg?

Ud fra de ovenstående tre undersøgelsesspørgsmål, har vi været estimeret til eventuel handelsværdi, som Hummel-koncernen ved et salg, vil kunne handles til. Denne handelsværdi bygger på analyser af de strategiske forhold, og samt hvilken strategisk position som Hummel besidder i markedet. Ligeledes analyseres der på hvilke eksterne forhold, som har en indflydelse på hvordan Hummel driver deres forretning. Analysen konstaterer, at der er høj grad af rivalisering på markedet, hvorfor der alt andet lige skal differentieres mellem aktørerne på markedet. Dette sætter Hummel stor fokus på, som kan ses i måden de foretager deres markedsføring, sponsorater samt investeringer. Derved er Hummel med til at opbygge præferencer hos kunder, som derfor ønsker at betale ekstra for Hummels varer.

I og med at Hummel har stor fokus på differentieringen i et marked med høj rivalisering, har Hummel opnået en stor vækst og en længere årrække. Dette kan ses i den udførte regnskabsanaly-

se. For at regnskabsanalysen bliver sammenlignelig og ensartet, er både resultatopgørelser og balancer blevet reformuleret. Dette betyder at resultatopgørelserne og balancerne skelner mellem driftsaktivitet og finansieringsaktivitet.

Både den strategiske og økonomiske analyse, benyttes til at foretage en budgettering til brug for værdiansættelsen af Hummel-koncernen. Værdiansættelsen er foretaget ud fra RIDO-modellen, som angiver de fremtidige residualoverskud i den angivne budgetperiode, samt tillæg af residualoverskudende i terminalperioden. Da værdiansættelsen bygger på antagelser og forudsætninger, har vi udarbejdet en følsomhedstabel, som angiver i hvor stor grad enkelte forudsætninger påvirker værdiansættelsen. Intervallet for denne ligger på 1,2 – 1,6 mia. kr.

For at foretage en konkret vurdering af den beregnede værdi på mio. kr. 1.412, er der foretaget en konkret vurdering af de value drivers, som driver koncernen. Det er her vurderet, at den beregnede værdi svare til den handelsværdi, som kunne forventes at blive solgt til.

7. LITTERATURLISTE

Kildehenvisninger i kronologisk rækkefølge:

Business.dk

BIQ.dk

Fashionforum.dk

Bloomberg.com

Dmøgt.dk

Regnskab og værdiansættelse – En praktisk tilgang, 4 udgave

Financial Statement Analysis - 2012 udgave

Hummel.net

Hummelfashion.blogspot.dk

Deersted.dk

Sportexecutive.com

Penge.borsen.dk

Cover.dk

Stayclassy.dk

Markedsføring.dk

Christianstadil.com

Cleanclothes.dk

Stiften.dk

Dr.dk

Information.dk

Oecd.dk

Investinvietnam.vn

Journalfaccountancy.com

Ing.dk

Pwc.dk

Danskerhverv.dk

Samleviden.wikispaces.com

Politiken.dk

Finans.dk

Lab.systime.dk

Cww.dk

Curvesahead.dk

Xn--tekstiler-og-bekldning-s6b.europages.dk

Hduddannelse.dk

Sportspromedia.com

Casp2503.web.eadania.dk

Statisikbanken.dk

Financial.morningstar.com

Retsinformation.dk

Nationalbanken.dk

Euroinvestor.dk

Finansielstabilitet.dk

Invested.com

8. BILAG

Bilag 1 – Markedsanalyse, Mode og Tekstilbranchen 2014

Bilag 2 – Udtræk, Statistikbanken, Statsobligationers effektive rente, Danmark og Tyskland 2011-2015

Bilag 3 – RIDO udregning

Bilag 4 – Pengestrømsopgørelser for 2011 og 2012

DANSK MODE & TEXTIL

Analyse 2014

PILEN PEGER DEN RIGTIGE VEJ

Mode- og tekstilbranchen er blandt landets vigtigste eksporterhverv. Men kan branchen tjene penge? Og har den overhovedet lært af de hårde tider, som vi endnu ikke er helt ude af? Man kan heldigvis svare ja til begge spørgsmål, når man læser denne analyse. For mode- og tekstilbranchen er i bedring, hvis man kigger på udviklingen over de seneste tre år. Branchen er ganske vist broget, hvilket vores gennemgang af forskellige dele af branchen viser med al tydelighed. Men vi kan tillade os at se optimistisk på fremtiden. Ikke jubeloptimistisk som i starten af 00'erne, hvor det var svært at få armene ned. Lige indtil finanskrisen ramte verden, og også mode- og tekstilbranchen måtte føle konsekvenserne.

Men mode- og tekstilbranchen formåede at rejse sig. Det har ikke været en let tid. Virksomhederne har skullet skære ind til benet og optimere driften. Men selvom det har været hårdt, viser det sig nu, at det betaler sig. Over en bred kam ser vi, at nøgletallene forbedrer sig. Det sker ikke med hastige skridt, men i små, kontrollerede ryk. Og det er godt. Det giver nemlig håb for, at det er en sund og bæredygtig udvikling, hvor virksomhederne styrker og konsoliderer sig.

I løbet af den analyserede periode er omsætningen faldet. Og det er blevet dyrere at købe ind. Det giver virksomhederne hårde odds, som de alligevel overkommer. Ja faktisk formår de at styrke sig i svære tider. Det giver grobund for forsigtig optimisme.



Thomas Klausen
Adm. direktør
Dansk Mode & Textil

De virksomheder, som klarer sig bedst, er dem, der har et klart fokus. Analysen viser tydeligt, at det ikke nytter noget at skyde med spredehagl. I stedet skal man fokusere på at skabe en stærk og klart defineret brandplatform, hvor der er et tydeligt DNA.

Men der er stadig udfordringer i ind- og udland. Vi venter alle på et økonomisk opsving, og at forbrugertilliden kommer til at stige for alvor. Samtidig er der fortsat udfordringer med at få produceret den rigtige kvalitet til den rigtige pris. Men branchen har alle dage været god til at omstille sig, og derfor vil den også formå at tilpasse sig denne gang, hvilket den stigende eksport er et glimrende bevis på.

Mode- og tekstilbranchen er nødt til at fokusere på eksporten. De har ganske enkelt ikke råd til at lade være, da det er her, de har mulighed for at skabe vækst.

Efter at have gennemgået denne analyse tillader jeg mig at være forsigtig optimist. Ganske vist er der plads til forbedring i alle dele af branchen. Men ser man på den forbedring branchen har gennemgået de seneste tre år, og den vilje til at træffe svære valg man har udvist, tror jeg også på, at jeg har al mulig grund til min optimisme.

INDHOLD

Kære læser	4
Den samlede branche	5
Mix	8
Damemode	12
Herretøj	15
Børnetøj	17
Funktionsbeklædning	21
Bestseller påvirker branchen markant	25
Forudsætninger for analysen	27
Eksport i modebranchen	29
Detail og e-handel	32



KÆRE LÆSER

Vi er glade for at kunne præsentere dig for vores seneste tiltag, Dansk Mode & Textil Analysen 2014.

Analysen er lavet for at give dig et øjebliksbillede af branchen og samtidig vise, hvordan den udvikler sig over en kortere periode. Du får således ikke et fuldkomment indblik i branchens tilstand, men derimod en indikation af, hvordan branchen som helhed og dele af branchen har udviklet sig i løbet af seneste tre år baseret på økonomiske nøgletal for de største 500 virksomheder i branchen, der er nærmere defineret under afsnittet "Forudsætninger for analysen". I modsætning til andre analyser har vi analyseret udviklingen over en treårig periode, hvilket efter vores opfattelse giver et bedre retningsbillede

For at tegne et mere nuanceret billede af branchen indeholder analysen desuden flere delelementer, hvor vi går lidt mere i dybden med virksomheder inden for forskellige segmenter.

Overordnet tegner Dansk Mode & Textil Analysen 2014 et billede af en branche, hvor der er langt mellem de helt store succeshistorier. Tallene afspejler imidlertid den verden, som branchens virksomheder skal navigere i. En ver-

den, hvor der fortsat er udfordringer i både Danmark og på branchens vigtigste eksportmarkeder, og det påvirker naturligvis virksomhederne og deres vækstmuligheder. Alligevel er der også lyspunkter og forsigtige positive tendenser, der giver håb for fremtiden.

Den danske mode- og tekstilbranche udgør en vigtig brik i det samlede danske erhvervsliv. Alene de engroshandlende inden for mode og tekstil omsætter for cirka 52 mia. kroner. Samtidig betyder den store eksportandel på 60 % af omsætningen, at branchen er med til at promovere Danmark som en kreativ og internationalt orienteret nation i udlandet.

Dansk Mode & Textil Analysen 2014 er lavet i samarbejde med statsautoriseret revisor Peter Kvistgaard Toft fra Vis-tisen & Lunde Statsautoriseret Revisionspartnerselskab. Det er vores ambition, at analysen skal være et årligt tilbagevendende element, der giver dig mulighed for at følge branchens udvikling over tid. Vi håber derfor, at du vil tage godt imod vores nye initiativ.

God læselyst.

Mode- og tekstilbranchen styrker indtjeningen trods udfordringer

DEN SAMLEDE BRANCHE

Mode- og tekstilbranchen består af en række forskelligartede virksomheder, men én adskiller sig markant fra de andre, nemlig Bestseller. Bestseller er langt større end nogen anden virksomhed, og påvirker derfor branchens nøgletal markant, hvis man inkluderer dem i det samlede billede. Derfor har vi valgt at holde dem ude af det samlede billede, og har i stedet dedikeret et særskilt afsnit til dem. Det finder du på side 24.

Mode- og tekstilbranchen er blevet bedre til at tjene penge, selvom bruttofortjenesten er faldet i løbet af de seneste tre

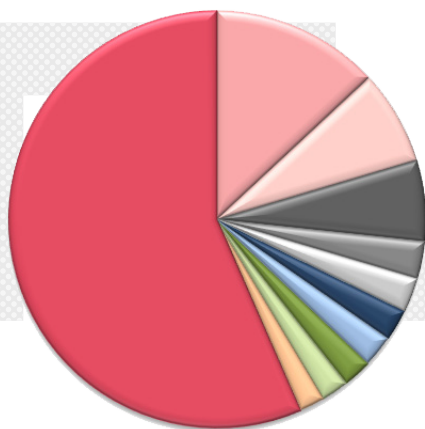
år. Branchen har været igennem nogle hårde år som følge af den globale finanskrise, der ramte branchens virksomheder vidt forskelligt. Tekstil- og tæppevirksomhederne blev ramt relativt tidligt i årene umiddelbart omkring krisen, mens modevirksomhederne først senere blev påvirket.

De svære markedsvilkår har gjort, at virksomhederne i branchen har gennemgået alle processer og optimeret på en lang række parametre. Der er blevet tilpasset, og i virksomhederne har man fjernet det, som ikke gavner kerneforretningen.

Nøgletal (totalt) for branchen mio kr.	2011/12	2012/13	2013/14	Tre års gennemsnit	Udvikling 2011/12 til 2012/13		Udvikling 2012/13 til 2013/14		Udvikling 2011/12 til 2013/14	
					I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent
Bruttofortjeneste	11.824	11.646	11.232	11.567	-178	-2 %	-414	-4 %	-592	-5 %
Driftsresultat	1.685	1.572	2.176	1.811	-113	-7 %	605	38 %	492	29 %
Resultat før skat	1.619	1.447	2.006	1.691	-172	-11 %	559	39 %	387	24 %
Årets resultat	1.194	914	1.370	1.159	-280	-23 %	456	50 %	176	15 %
Aktiver	24.375	25.077	25.289	24.914	702	3 %	213	1 %	915	4 %
Egenkapital	10.794	11.787	12.073	11.552	. 993	9 %	286	2 %	1.279	12 %
Soliditet	44,3 %	47,0 %	47,7 %	46,4 %	2,7 pct. point		0,7 pct. point		3,5 pct. point	
Afkastningsgrad	7,2 %	6,4 %	8,6 %	7,4 %	-0,8 pct. point		2,3 pct. point		1,5 pct. point	
Forrentning af egenkapital	15,5 %	12,8 %	16,8 %	15,1 %	-2,6 pct. point		4,0 pct. point		1,4 pct. point	

Faldende bruttofortjeneste siden 2011

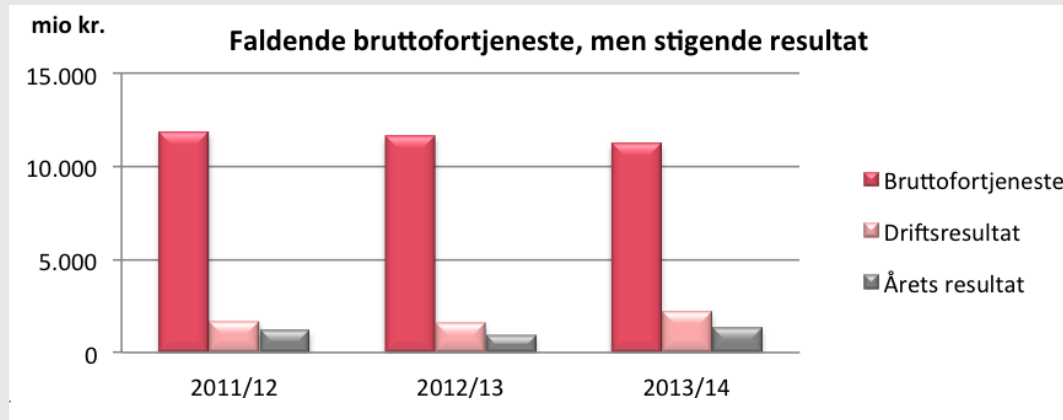
Den lavere bruttofortjeneste kunne tyde på, at omsætningen i branchen har været for nedadgående de senere år. Dansk Mode & Textils tidligere analyser viser da også, at dette er tilfældet, da den samlede omsætning i branchen er faldet siden 2011.



Indkøbspriserne er også steget i løbet af disse år, hvilket yderligere påvirker bruttofortjenesten negativt. Bruttofortjenesten faldt således samlet 5 % over perioden.

Markedsandele fordelt på bruttofortjeneste

- Ic Group A/S ■ DK Company A/S ■ H & M Hennes & Mauritz A/S
- Ball ApS ■ Egetæpper A/S ■ PWT Holding A/S
(Texman, Wagner, Tøjeksperten)
- Hummel Holding A/S (koncern) ■ BTX Group A/S ■ Vila A/S
- Jng Holding 2012 ApS ■ Øvrige
(Sparkz, Deres, Ginsborg)



Beskedne stigninger giver grund til forsigtig optimisme

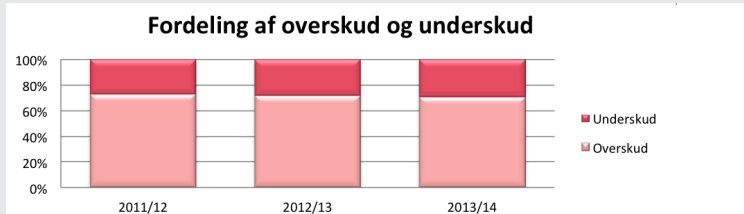
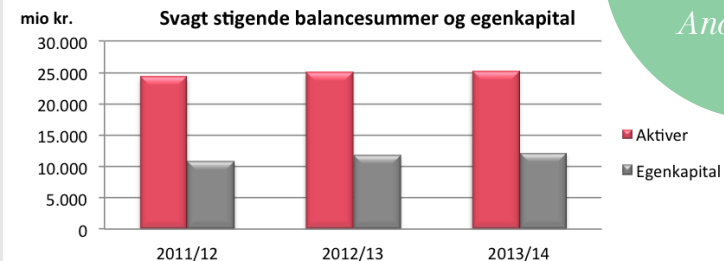
Ser man overordnet på branchen, viser nøgletallene en grund til forsigtig optimisme. Der er svage stigninger over hele linjen, både hvad angår resultat, balancesummer og egenkapital. Driftsresultaterne stiger med 29 % og årets resultat med 15 %. Samtidig er virksomhedernes evne til at forrente egenkapitalen steget i perioden, hvilket også gør sig gældende for afkastningsgraden og soliditeten.

Der er fortsat udfordringer i ind- og udland

Der er fortsat udfordringer i branchen, og derfor har virksomhederne udvist rettidig omhu ved at optimere forretningsgangene. Både i Danmark og på en række af de vigtigste eksportmarkeder er forbrugertilliden udfordret, og vi har endnu til gode at se en entydig positiv udvikling.

I perioden stiger virksomhedernes balancesum samlet 4 %. Kigger man nærmere på de enkelte aktivklasser stiger virksomhedernes varebeholdning 7 %, hvilket vidner om lidt større lagerbindinger, mens varedebitorerne kun stiger 2 % i samme periode.

I denne sammenhæng er det værd at bemærke, at der er store forskelle på virksomhederne i analysen, som både inkluderer en-groshandlere, producenter og detailister. Der er således stor forskel på virksomhederne i kategorierne.



MIX

Denne del af analysen beskæftiger sig med de virksomheder, der henvender sig til flere målgrupper; eksempelvis børn og dame, dame og herre eller alle tre kategorier.

Over perioden falder bruttofortjenesten med markante 12 %. Det tal skal især ses i lyset af, at der er tale om en ekstremt konkurrencepræget del af branchen, som også presses af de nye markedsstrukturer, herunder cross channel-problematikker.



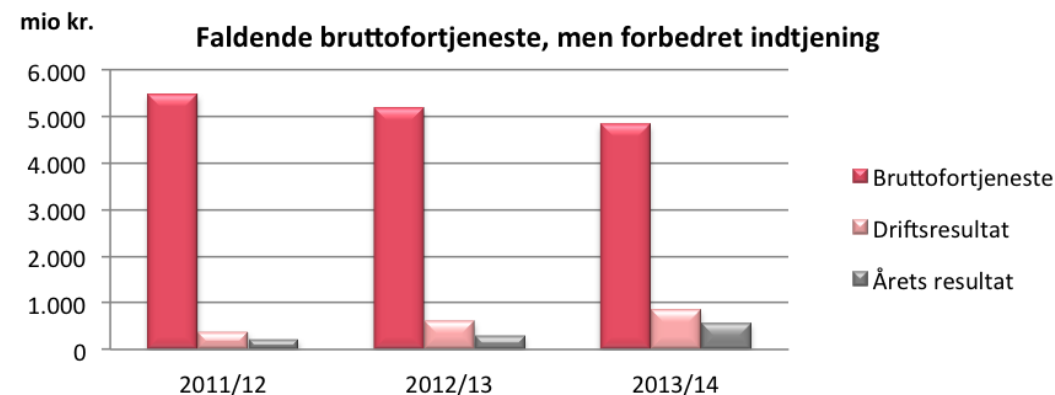
Nøgletal (total) for branchen mio kr. Mix	2011/12	2012/13	2013/14	Tre års gennemsnit	Udvikling 2011/12 til 2012/13		Udvikling 2012/13 til 2013/14		Udvikling 2011/12 til 2013/14	
					I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent
Bruttofortjeneste	5.474	5.184	4.833	5.163	-290	-5%	-351	-7%	-641	-12 %
Driftsresultat	382	606	863	617	224	59%	256	42%	481	126 %
Resultat før skat	328	502	824	552	174	53%	322	64%	496	151 %
Årets resultat	227	287	565	360	60	26%	278	97%	338	149 %
Aktiver	7.462	7.333	7.505	7.433	-129	-2%	172	2%	42	1 %
Egenkapital	2.841	3.092	3.264	3.066	252	9%	172	6%	424	15 %
Soliditet	38,1 %	42,2 %	43,5 %	41,2 %	4,1 pct. point		1,3 pct. point		5,4 pct. point	
Afkastningsgrad	5,4 %	8,2 %	11,6 %	8,4 %	2,8 pct. point		3,4 pct. point		6,3 pct. point	
Forrentning af egenkapital	11,4 %	16,9 %	25,9 %	18,4 %	5,5 pct. point		9,0 pct. point		14,5 pct. point	



Indtjeningen stiger betragteligt

Mens bruttofortjenesten falder, har denne del af branchen forbedret indtjeningen markant, hvis man alene kigger på de procentuelle stigninger. Således stiger årets resultat med hele 149 %. Den store stigning skal imidlertid ses i lyset af, at virksomhederne kommer fra et ganske lavt niveau, og man skal derfor tage de store procentuelle stigninger med et vist forbehold.

Det ændrer ikke på, at det er særdeles positivt, at denne del af branchen har formået at styrke indtjeningsevnen hen over perioden, specielt når man tager i betragtning, at årene før 2011/12 har været særdeles hårde for netop disse virksomheder.



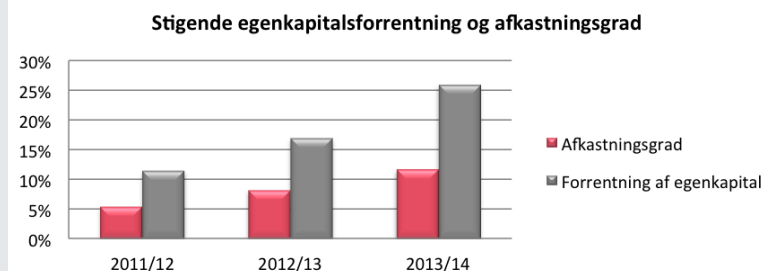
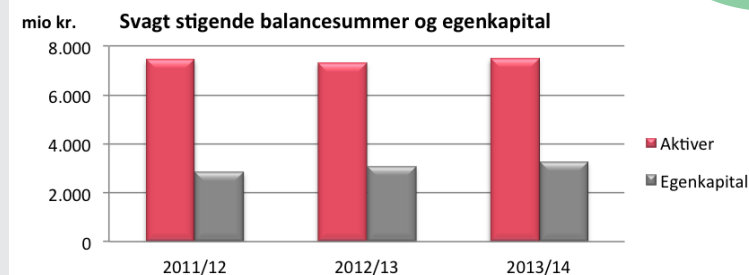
Egenkapitalen stiger – det samme gør soliditeten

Balancesummen er stabil, og der sker ikke den store udvikling over tid. Går man lidt dybere ned i de enkelte aktivklasser, er der dog nogle interessante udviklinger i perioden. Således falder varedebitorer 17 %, mens varebeholdningen stiger 14 %. Der er altså flere penge bundet i lager, mens debitormassen bliver mindre.

Der er en tydelig tendens til, at egenkapitalen forbedres inden for kategorien, og ligesom det er tilfældet for resten af branchen, er det et tegn på, at man konsoliderer sig, så virksomheden er rustet til fremtidige udfordringer og bankernes stigende krav til egenkapital.

Virksomhedernes evne til at forrente egenkapitalen stiger markant over perioden, ligesom afkastningsgraden også stiger pænt i samme periode. Det er positivt, at virksomhederne ikke alene udbygger egenkapitalen, men at de også formår at forrente den bedre.

Soliditeten er steget mindre end i resten af branchen, men trods en hård konkurrencesituation er niveauet på 43,5 % alligevel fornuftigt, og tendensen har været svagt stigende.



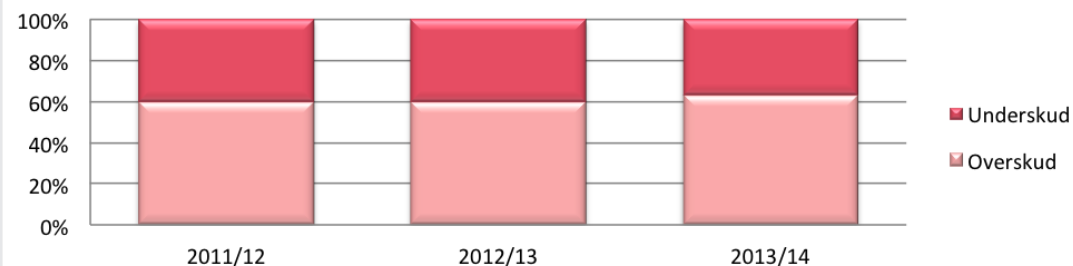
Positive tegn: Flere vender underskud til overskud

Virksomhedernes forrentning af egenkapitalen og afkastningsgrad er også stigende i perioden, og det er især bemærkelsesværdigt, at denne delbranche har formået at øget forrentningen af egenkapitalen med 14,5 procentpoint over hele perioden.

Denne del af branchen er fortsat fragmenteret, og der er stor forskel på dem, der klarer sig bedst og dem, der klarer sig mindre godt. Således har en relativt stor andel af de udvalgte virksomheder underskud. Men selvom dette er tilfældet, er der alligevel markante forbedringer at spore. De virksomheder, som har overskud i løbet af hele perioden, formår at øge indtjeningen. Men også de virksomheder, som havde underskud i 2011/12, men formår at vende det til overskud i løbet af perioden, bidrager positivt med flotte vækstresultater. Det må siges at være positivt, og det kan betyde at andelen af virksomheder med underskud formindskes i de kommende år.



Fordeling af overskud og underskud



DAMEMODE

Damemoden fylder en stor del af den danske modebranche. Det er derfor særlig interessant at se, hvordan denne del af branchen udvikler sig.

I forhold til resten af branchen skiller damemoden sig negativt ud ved, at indtjeningsevnen forringes markant over perioden. Således falder årets resultat 32 % i den behandlede periode. Ikke desto mindre er det fortsat de virksomheder, der koncentrerer sig om damemode, som har den bedste indtjening i forhold til de rene børne- og herretøjsvirksomheder.



Nøgletal (total) for branchen mio kr. Dame	2011/12	2012/13	2013/14	Tre års gennemsnit	Udvikling 2011/12 til 2012/13		Udvikling 2012/13 til 2013/14		Udvikling 2011/12 til 2013/14	
					I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent
Bruttofortjeneste	1.944	1.953	1.933	1.944	9	0%	-20	-1%	-11	-1%
Driftsresultat	558	464	458	494	-95	-17%	-6	-1%	-100	-18%
Resultat før skat	581	436	461	493	-144	-25%	25	6%	-119	-21%
Årets resultat	460	314	313	363	-146	-32%	-1	0%	-147	-32%
Aktiver	2.921	2.988	2.986	2.965	67	2%	-2	0%	65	2%
Egenkapital	1.186	1.281	1.369	1.279	94	8%	89	7%	183	15%
Soliditet	40,6%	42,9%	45,9%	43,1%	2,2 pct. point		3,0 pct. point		5,2 pct. point	
Afkastningsgrad	19,6%	15,7%	15,3%	16,9%	-3,9 pct. point		-0,4 pct. point		-4,3 pct. point	
Forrentning af egenkapital	51,6%	35,4%	34,8%	40,1%	-16,2 pct. point		-0,6 pct. point		-16,8 pct. point	

Udfordringer med at tilpasse forretningen forringer indtjeningen

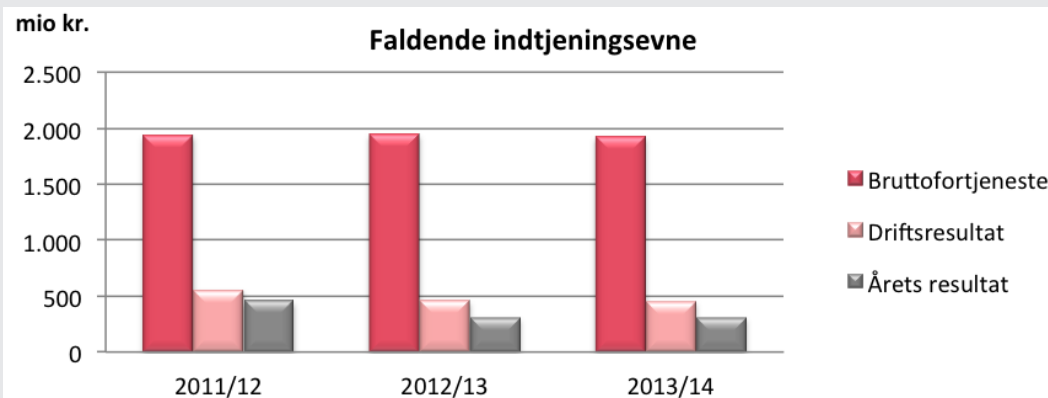
Inden for damemoden har bruttofortjenesten været stabil over perioden, men driftsresultatet falder alligevel 18 % i samme periode. Man kan derfor få det indtryk, at denne del af branchen i mindre grad end branches øvrige virksomheder har været i stand til at tilpasse sig.

En af grundene til det faldende driftsresultat er imidlertid, at der er sket en ændring i måden, man opbygger sine kollektioner på. Antallet af kollektioner stiger, og der kommer flere styles på årsbasis. Det kræver mere arbejdskraft og gør det alt andet lige vanskeligere at skære fra. Der etableres desuden flere subbrands, og disse kan også være med til at forringe det samlede driftsresultat på kort sigt.

De stærke koncepter skaber succes

Damemoden lider under en voldsom konkurrence på både hjemme- og eksportmarkederne. Når salget generelt er udfordret på de mest lukrative markeder, vil det alt andet lige kræve en større, og sandsynligvis også dyrere, indsats at generere salg her.

Umiddelbart ser det ud til, at de virksomheder, der har størst succes, er dem, der har meget klart definerede koncepter og målgrupper. Typisk er kvinders købsadfærd en smule mere kompleks, og en enkelt god kollektion kan flytte meget for de enkelte brands, hvis målgruppen ikke er overdrevent loyal.

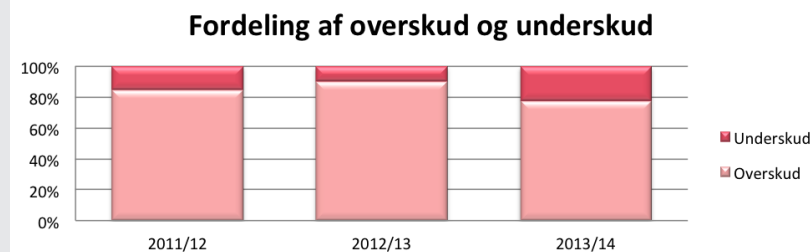
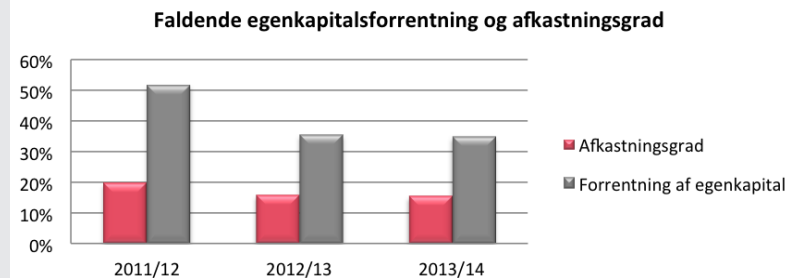
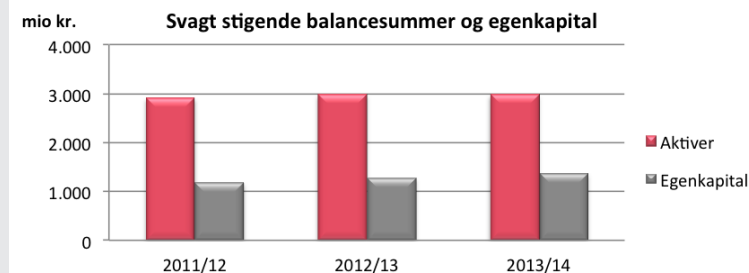


Egenkapitalen vokser, men forrentes dårligere

I perioden er balancesummen stabil, men det er alligevel værd at bide mærke i, at varebeholdningen stiger 10 % i perioden, mens varedebitorer falder 2 %.

Virksomhederne i denne del af branchen har formået at øge soliditeten ganske betragteligt i løbet af perioden. Soliditeten er steget med flotte 5,2 procentpoint i løbet af perioden, hvilket bringer damemodevirksomhederne op på et fornuftigt niveau med en soliditet på 45,9 %. Det er positivt, at virksomhederne, trods hård konkurrence og strukturelle ændringer, formår at øge soliditeten så markant.

Forholdet mellem virksomheder med over- og underskud har udviklet sig negativt over perioden, hvor 23 % af de udvalgte virksomheder kører med underskud det sidste år. I den sammenhæng er det værd at bemærke, at de virksomheder, der har underskud, har ganske betragtelige underskud, mens virksomhederne med overskud har forbedret sig markant.



HERRETØJ

Antallet af virksomheder, der udelukkende beskæftiger sig med herretøj, er relativt beskedent. Derfor er datagrundlaget begrænset i forhold til eksempelvis kategorierne dame og mix.

Herretøjet er til gengæld en fremadstormende kategori, og der er generelt kommet større fokus på dansk herretøj i ind- og udland.



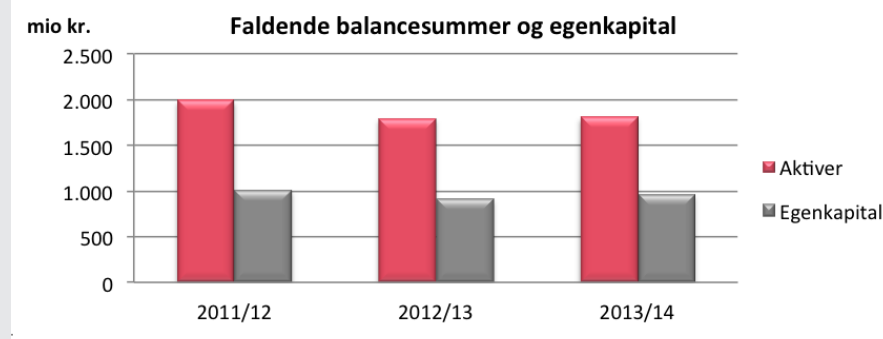
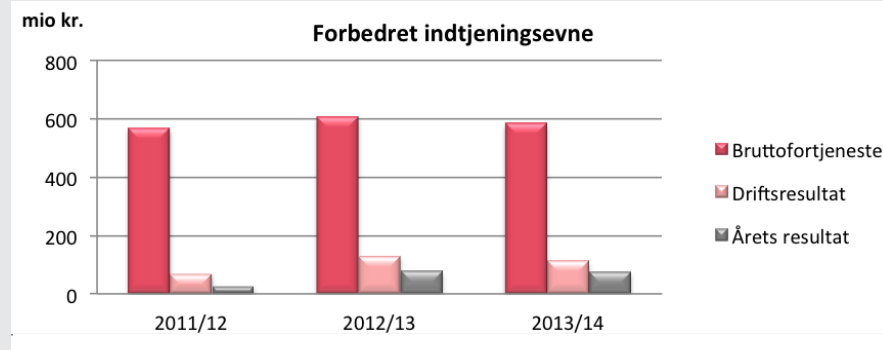
Nøgletal (total) for branchen mio kr. <u>Herre</u>	2011/12	2012/13	2013/14	Tre års gennemsnit	Udvikling 2011/12 til 2012/13		Udvikling 2012/13 til 2013/14		Udvikling 2011/12 til 2013/14	
					I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent
Bruttofortjeneste	569	608	584	587	39	7 %	-24	-4%	15	3 %
Driftsresultat	68	128	113	103	60	88 %	-16	-12%	45	65 %
Resultat før skat	35	107	98	80	72	203 %	-8	-8%	63	179 %
Årets resultat	26	80	74	60	54	208 %	-6	-7%	48	186 %
Aktiver	1.993	1.796	1.809	1.866	-196	-10 %	13	1%	-184	-9 %
Egenkapital	1.011	914	964	963	-97	-10 %	50	5%	-47	-5 %
Soliditet	50,7 %	50,9 %	53,3 %	51,6 %	0,2 pct. point		2,4 pct. point		2,5 pct. point	
Afkastningsgrad	3,5 %	6,8 %	6,3 %	5,5 %	3,3 pct. point		-0,5 pct. point		2,8 pct. point	
Forrentning af egenkapital	3,7 %	11,1 %	10,5 %	8,4 %	7,4 pct. point		-0,6 pct. point		6,8 pct. point	

Betydelig stigning i indtjeningsevnen – men fra lavt niveau

De virksomheder, der sælger herretøj, har formået at forbedre indtjeningen betragteligt over perioden, selvom bruttofortjenesten har ligget på et stabilt niveau med blot en lille stigning.

Driftsresultatet stiger 65 % i perioden, mens årets resultat eksploderer med en stigning på 186 %. Dette skal dog ses i lyset af, at stigningen sker fra et lavt niveau, hvilket imidlertid ikke ændrer på, at virksomhederne i denne gruppe er blevet markant bedre til at tjene penge.

Et blik på balancesummen viser, at den er faldet 9 % i løbet af perioden. Forklaringen på dette kan findes i, at virksomhederne har fået mere styr på deres debitorer, mens varebeholdningen faktisk stiger 14 % i perioden. Der kan være butikker, der er lukket i løbet af perioden, hvilket også påvirker den samlede balancesum, da flere af de virksomheder, der er inkluderet i analysen, driver butikker.

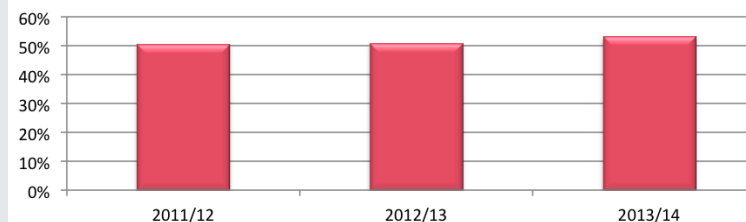


Egenkapitalen falder, men forrentes bedre

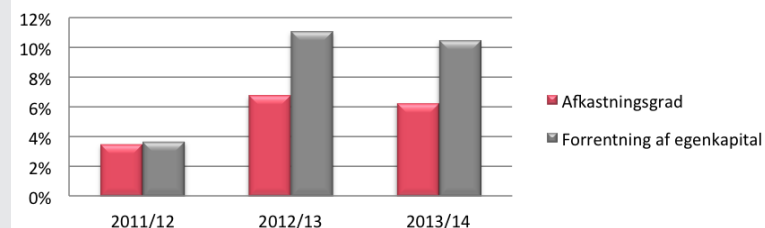
Over hele perioden falder egenkapitalen 5 %. Dog formår virksomhederne at forrente deres egenkapital bedre, og forrentningen stiger således 6,8 procentpoint i perioden. Det skal dog bemærkes, at virksomhederne inden for denne kategori ligger i den lave ende, når det handler om egenkapitalens forrentning. Også afkastningsgraden forbedres løbende, men igen ligger virksomhederne i den lave ende.

De virksomheder, der hovedsagligt beskæftiger sig med herretøj, kan dog fremvise en pæn soliditet, som ender på 53,3 %, hvilket er en lille stigning over tid.

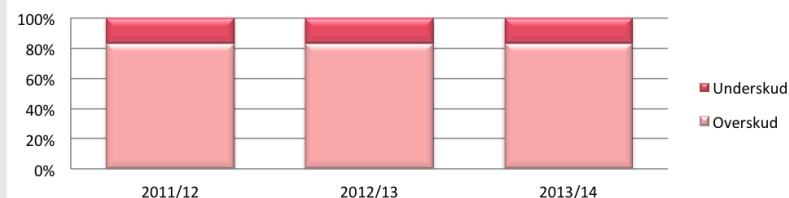
Stigende soliditet



Stigende egenkapitalsforrentning og afkastningsgrad



Fordeling af overskud og underskud



BØRNETØJ

Danmark er kendt som en nation med godt og funktionelt børnetøj. I analysen indgår imidlertid kun få rene børnetøjs-virksomheder, og datagrundlaget er derfor tilsvarende begrænset. De inkluderede virksomheder tegner ikke desto mindre et retvisende billede af børnetøjsbranchen.

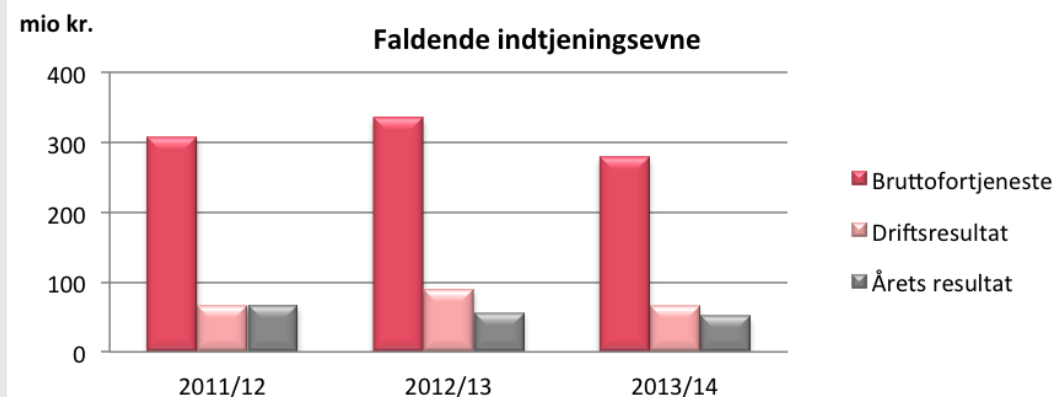


Nøgletal (total) for branchen mio kr. <u>Børn</u>	2011/12	2012/13	2013/14	Tre års gennemsnit	Udvikling 2011/12 til 2012/13		Udvikling 2012/13 til 2013/14		Udvikling 2011/12 til 2013/14	
					I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent
Bruttofortjeneste	307	336	279	307	29	9 %	-57	-17%	-29	-9 %
Driftsresultat	66	89	65	73	23	34 %	-24	-27%	-1	-2 %
Resultat før skat	79	78	72	76	-1	-1 %	-6	-8%	-7	-9 %
Årets resultat	66	56	51	57	-10	-16 %	-5	-9%	-15	-23 %
Aktiver	592	584	552	576	-8	-1 %	-32	-6%	-40	-7 %
Egenkapital	242	244	233	240	3	1 %	-11	-5%	-8	-3 %
Soliditet	40,8 %	41,8 %	42,3 %	41,6 %	1,0 pct. point		0,4 pct. point		1,4 pct. point	
Afkastningsgrad	12,2 %	15,1 %	11,4 %	12,9 %	3,0 pct. point		-3,7 pct. point		-0,7 pct. point	
Forrentning af egenkapital	35,1 %	32,1 %	30,0 %	32,3 %	-3,0 pct. point		-2,0 pct. point		-5,0 pct. point	

Faldende indtjeningsevne præger børnetøjet

Præcis som det gør sig gældende i resten af branchen, sker der et fald i bruttofortjenesten hos børnetøjsvirksomhederne. I denne kategori er indtjeningsevnen dog forringet i løbet af perioden, hvor det især er årets resultat, der skiller sig negativt ud med en nedgang på 23 % i perioden. Driftsresultatet havde et bemærkelsesværdigt opsving i 2012/13, men faldt igen det efterfølgende år.

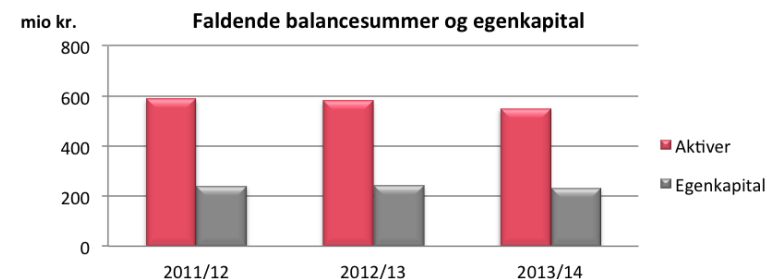
Børnetøjsbranchen adskiller sig fra de andre dele af branchen ved at have en markant anderledes retailstruktur. Der findes en række store kæder, som tegner sig for en markant del af detailsalget. Disse kæder har en stærk forhandlingsposition på grund af deres mulighed for at aftage store mængder, og det giver dem mulighed for at presse priserne. Ud over de store aktører er markedet præget af en række uafhængige enkeltstående butikker, hvoraf en del af dem er udfordret af den generelle konkurrence og faldende detailomsætning.



Egenkapitalen formindskes

Balancesummen bliver mindre over perioden, og ser man på de enkelte aktivklasser, viser det sig, at varebeholdningen falder 29 % over hele perioden og varedebitorer falder 6 %.

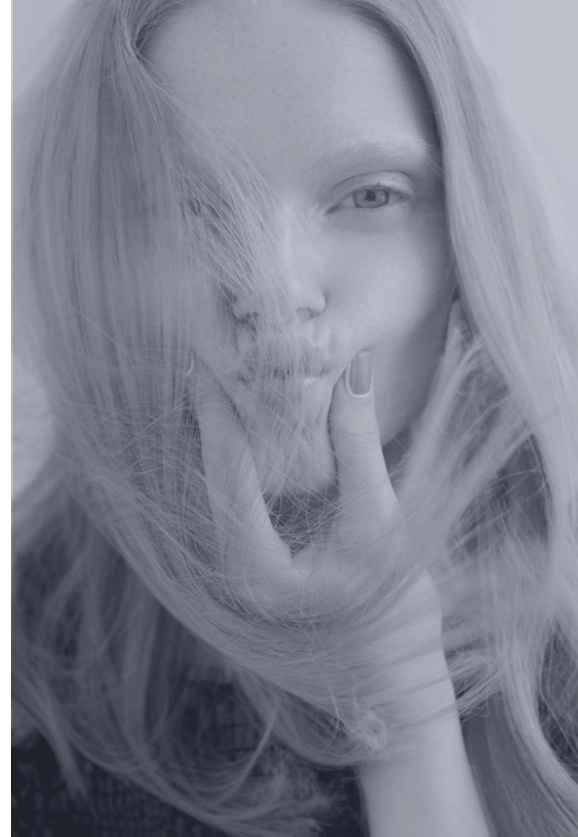
I den samme periode mindskes virksomhedernes egenkapital også, hvilket ikke er et sundhedstegn, da det betyder, at virksomhederne har faldende indtjeningsevne. Soliditeten stiger alligevel svagt i løbet af perioden. Selv om udviklingen er jævnt stigende, er det dog ikke nok til at tale om en ubetinget succes, når man samtidig tager det begrænsede datagrundlag i betragtning.



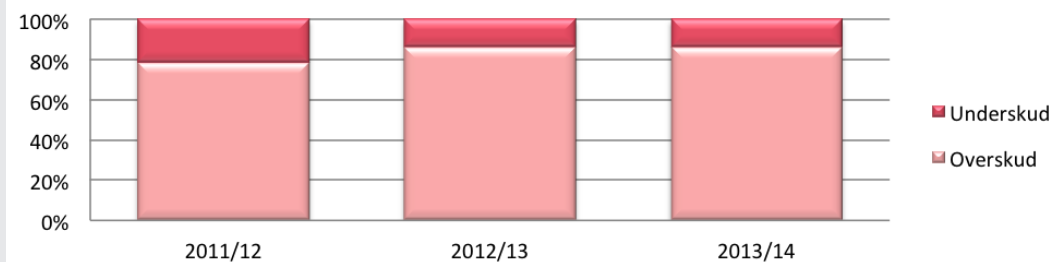
Manglende indtjeningsevne påvirker negativt

Den forringede indtjeningsevne påvirker naturligt nok egenkapitalens forrentning, som i løbet af perioden falder fem procentpoint. Samtidig har indtjeningsevnen indflydelse på den faldende afkastningsgrad.

Forholdet mellem antallet af virksomheder med henholdsvis overskud og underskud er relativt stabilt over tid. De virksomheder, der har underskud, præsenterer til gengæld nogle ganske store nogle af slagsen.



Fordeling af overskud og underskud



FUNKTIONSBEKLÆDNING

Arbejdstøj, profiltøj eller bare funktionsbeklædning fylder ganske meget i det samlede billede af branchen. Alligevel adskiller denne gruppe virksomheder sig markant fra de øvrige dele af branchen, der er gennemgået i analysen. Funktionsbeklædning afsættes således på helt andre vilkår, og der er tale om en relativt smal branche, hvor tøjet primært sælges til business-to-business-markedet og gennem byggemarkeder.

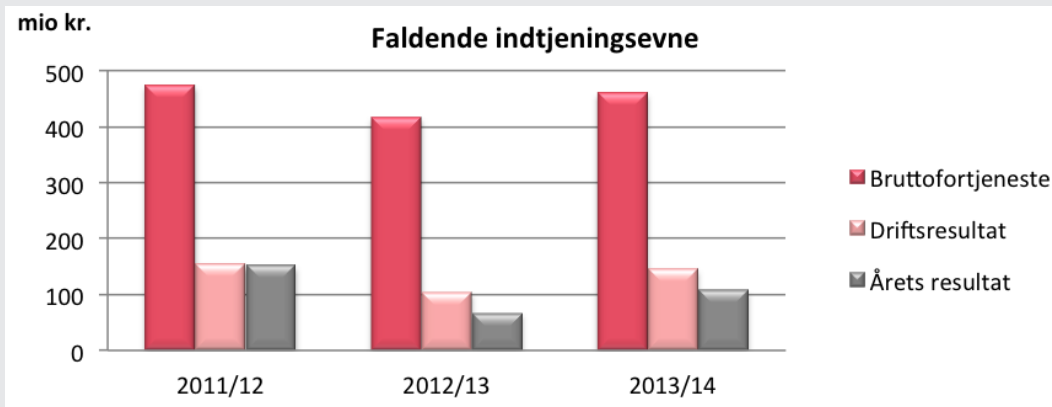


Nøgletal (total) for branchen mio kr. Funktionsbeklædning	2011/12	2012/13	2013/14	Tre års gennemsnit	Udvikling 2011/12 til 2012/13		Udvikling 2012/13 til 2013/14		Udvikling 2011/12 til 2013/14	
					I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent
Bruttofortjeneste	474	417	461	451	-57	-12 %	43	10 %	-13	-3 %
Driftsresultat	155	104	146	135	-51	-33 %	42	40 %	-9	-6 %
Resultat før skat	192	89	144	142	-103	-54 %	55	62 %	-48	-25 %
Årets resultat	152	67	108	109	-84	-56 %	41	60 %	-44	-29 %
Aktiver	1.660	1.685	1.779	1.708	25	1%	94	6 %	119	7 %
Egenkapital	986	1.014	1.098	1.033	27	3%	85	8 %	112	11 %
Soliditet	59,4 %	60,2 %	61,7 %	60,5 %	0,8 pct. point		1,6 pct. point		2,3 pct. point	
Afkastningsgrad	10,3 %	6,2 %	8,4 %	8,2 %	-4,0 pct. point		2,2 pct. point		-1,8 pct. point	
Forrentning af egenkapital	20,7 %	8,9 %	13,6 %	14,3 %	-11,8 pct. point		4,7 pct. point		-7,1 pct. point	

Ujævn udvikling, men faldende indtjeningsevne

Bruttofortjenesten falder svagt i løbet af perioden, og virksomhederne kan være påvirket af stigende indkøbspriser og faldende omsætning. Indtjeningsevnen forringes også over tid, og driftsresultatet forringes således seks procent, og årets resultat 29 % i den samme periode. Det skal dog bemærkes, at dette primært er konsekvensen af et markant fald i 2011/2012 til 2012/13. Herefter stiger tallene faktisk igen, hvorfor der ikke er tale om nogen entydig udvikling.

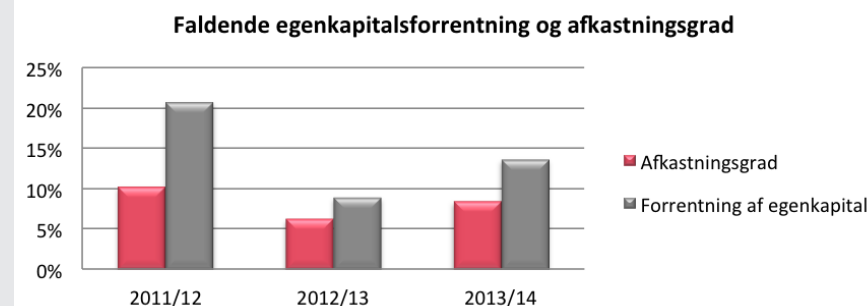
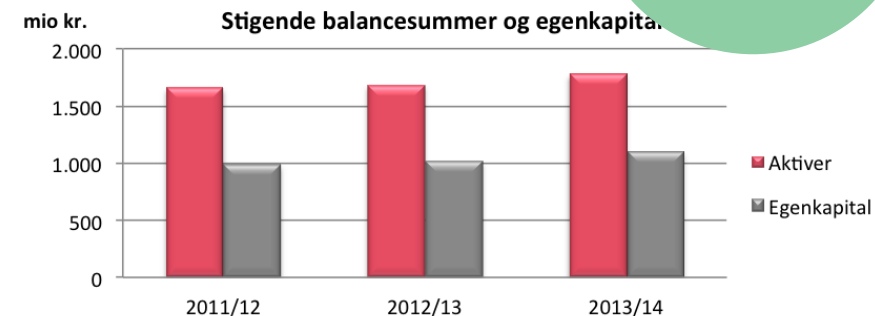
En af grundene til den faldende indtjeningsevne kan findes i, at virksomhederne i denne del af branchen ikke har tilpasset organisationen til de ændrede forhold. I denne kategori er der mange virksomheder, der har en solid historik, og ejerforholdene adskiller sig også markant fra resten af branchen, da der er mange velkonsoliderede familieejede virksomheder.



Forøget balancesum og højere grad af konsolidering

Balancesummen stiger i løbet af perioden 7 %. Årsagen skal især findes i forøgede debitorposter, da posten varedebitorer stiger 40 % i perioden. I dette tilfælde skal årsagen også findes i øgede investeringer i eksempelvis nye bygninger og produktionsapparat, da posten anlægsaktiver stiger 22 % over perioden. Det er primært tre virksomheder, der påvirker denne post, som i øvrigt adskiller sig markant fra de andre dele af branchen.

Virksomhederne i denne del af branchen konsoliderer sig, og der sker en forøgelse af egenkapitalen med 11 % i løbet af perioden. Virksomhederne øger soliditeten med 2,3 procentpoint i løbet af perioden, hvilket bringer dem op på et relativt højt niveau på 61,7 %.

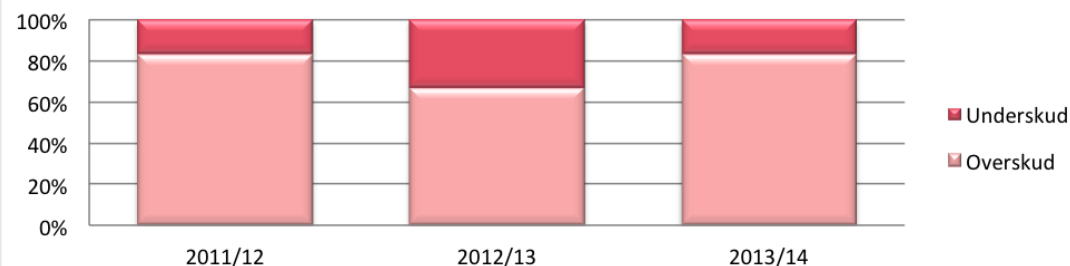


Forrentning af egenkapital i den lave ende

Afkastningsgraden er faldende og ligger i slutåret på 8,4 %, og forrentning af egenkapitalen er ligeledes faldende over perioden og ender på 13,6 %. Begge tal er dog ujævne, da også disse præges af et markant fald fra 11/12 til 12/13. Forrentning af egenkapitalen er relativt lav i forhold til resten af branchen, hvor kun herretøjet præsterer dårligere.



Fordeling af overskud og underskud



BESTSELLER PÅVIRKER BRANCHEN MARKANT

I den samlede analyse har vi valgt at udelade Bestseller, da de påvirker det samlede billede markant. Desuden aflægges Bestseller først regnskab i december, hvor DM&T behandler det mere indgående. Bestseller er imidlertid en overordentlig betydelig aktør i branchen med en omsætning på 19,2 mia. kroner i 2013, hvorfor vi har valgt at kigge nærmere på dem i dette kapitel.

Bestseller skiller sig ud fra den resterende mode- og tekstilbranche. Naturligvis i kraft af deres størrelse, men i høj grad også på grund af deres omfattende mix af brands, afsætningskanaler og den udprægede grad af vertikal integration. På alle disse parametre er Bestseller i en kaliber for sig, hvilket understreges af, at ingen anden modekoncern i

hele verden har flere butikker end Bestseller. Det skal dog bemærkes, at koncernens tusindvis af butikker i Kina har stor indflydelse på denne førerposition, og at Bestsellers kinesiske aktiviteter ikke er indregnet i denne analyse.

Kigger man på Bestsellers nøgletal, ligger de generelt over den øvrige branche. Koncernen påvirkes alligevel negativt af, at man har halveret indtjeningen fra 2011 til 2013, hvilket er en længerevarende tendens for Bestseller, som havde en langt højere avance for bare ti år siden.

For at illustrere hvor meget Bestseller påvirker det samlede billede, laver vi her en sammenligning af nøgletallene for branchen med og uden Bestseller inkluderet.

fortsættes →

Nøgletal (total) for branchen mio kr.	2011/12	2012/13	2013/14	Tre års gennemsnit	Udvikling 2011/12 til 2012/13		Udvikling 2012/13 til 2013/14		Udvikling 2011/12 til 2013/14	
					I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent	I mio. kr.	I procent
Bruttofortjeneste	17.056	16.672	16.505	16.744	-384	-2 %	-166	-1%	-551	-3 %
Driftsresultat	3.748	2.590	3.446	3.261	-1.158	-31 %	856	33%	-303	-8 %
Resultat før skat	3.838	2.610	3.332	3.260	-1.228	-32 %	722	28%	-506	-13 %
Årets resultat	2.621	1.684	2.102	2.136	-937	-36 %	418	25%	-519	-20 %
Aktiver	33.916	35.459	35.977	35.117	1.543	5 %	517	1%	2.061	6 %
Egenkapital	16.141	17.789	17.654	17.195	1.648	10 %	-136	-1%	1.512	9 %
Soliditet	47,6 %	50,2 %	49,1 %	49,0 %	2,6 pct. point		-1,1 pct. point		1,5 pct. point	
Afkastningsgrad	11,4 %	7,5 %	9,6 %	9,5 %	-4,0 pct. point		2,2 pct. point		-1,8 pct. point	
Forrentning af egenkapital	24,8 %	15,4 %	18,8 %	19,5 %	-9,4 pct. point		3,4 pct. point		-6,0 pct. point	

- MED Bestseller falder **bruttofortjenesten** 3 %.
UDEN Bestseller er faldet på 5 %.
- MED Bestseller falder **resultat før skat** 13 %.
UDEN Bestseller stiger resultatet 24 %.

Den markante forskel skyldes Bestsellers halvering af indtjeningen fra 2011 til 2013.

- MED Bestseller falder **årets resultat** 20 %.
UDEN Bestseller stiger resultatet 15 %.

Begrundelsen er den samme som ovenfor.

- MED Bestseller stiger **balancesummen** 6 %.
UDEN Bestseller er stigningen på 4 %.
- MED Bestseller stiger **egenkapitalen** 9 %.
UDEN Bestseller er stigningen på 12 %.
- MED Bestseller har branchen ultimo 2013/14 en **soliditet** på 49,1 %.
UDEN Bestseller er tallet 47,7 %.

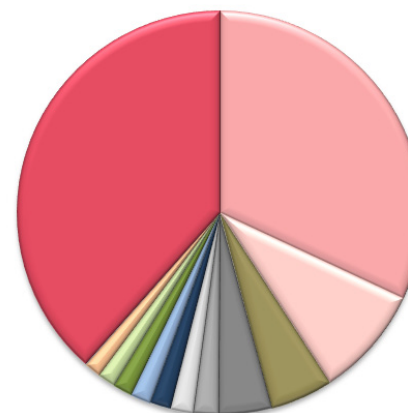
Det giver en forbedring på 1,5 procentpoint inkl. Bestseller mod en forbedring på 3,5 procentpoint ekskl. Bestseller fra 2011/12 til 2013/14.

- MED Bestseller er **afkastningsgraden** i 2013/14 på 9,6 %.
UDEN Bestseller er den på 8,6 %.

Det betyder et fald på 1,8 procentpoint inkl. Bestseller mod en forbedring på 1,5 procentpoint ekskl. Bestseller fra 2011/12 til 2013/14. Igen skal grunden findes i Bestsellers halverede indtjening fra 2011 til 2013.

- MED Bestseller ender **egenkapitalens forrentning** i 2013/14 på 18,8 %.
UDEN Bestseller er tallet 16,8 %.

Det giver et fald på 6 procentpoint inkl. Bestseller mod en forbedring på 1,4 procentpoint ekskl. Bestseller fra 2011/12 til 2013/14.



Markedsandele fordelt på bruttofortjeneste

Bestseller A/S	Ic Group A/S
DK Company A/S	H & M Hennes & Mauritz A/S
Ball ApS	Egetæpper A/S
PWT Holding A/S (Texman, Wagner, Tøjeksperten)	Hummel Holding A/S (koncern)
BTX Group A/S	Vila A/S
Jng Holding 2012 ApS (Sparkz, Deres, Ginsborg)	Øvrige

FORUDSÆTNINGER FOR ANALYSEN

Når man laver en analyse som denne, er der visse forbehold. Her får du en udførlig gennemgang af de præmisser, som ligger til grund for analysen.

Analyserne af henholdsvis mix, dame-, herre- og børnebranchen er lavet med udgangspunkt i et udvalg af toneangivende virksomheder i hver af brancherne. Vi har ikke alle virksomheder med, men tallene giver et klart signal om delbranchernes tilstand og et efter vores vurdering retvisende billede. Mange virksomheder har flere kategorier i deres sortiment, og disse figurerer således i mixkategorien. I børnekategorien er der meget få rene børnetøjsleverandører, men vi har alligevel valgt at analysere dem for at tegne et billede af børnetøjsbranchens tilstand.

Datagrundlag og bearbejdning

- Baseret på NN Markedsdata
– udtræk foretaget medio oktober 2014.
- Der er medtaget virksomheder fra mode- og tekstilbranchen generelt – altså både detailister, producenter og engroshandel. Listen inkluderer ikke udelukkende tøjvirksomheder men også tæppeproducenter, tekniske tekstiler mm.
- Kun virksomheder med normal drift er inkluderet.
- Analysen er baseret på de seneste tre års regnskaber.
- Dataudtræk, analyse og bearbejdning af data er foretaget af DM&T i samarbejde med statsautoriseret revisor Peter Kvistgaard Toft fra

Vistisen+Lunde[®]

Statsautoriseret Revisionspartnerselskab

fortsættes →

- Følgende branchekoder er anvendt:
 - o Fremstilling af trikotagestoffer
 - o Fremstilling af færdige tekstilvarer undtagen beklædningsartikler
 - o Fremstilling af tæpper
 - o Fremstilling af fiberdug og varer af fiberdug undtagen beklædningsartikler
 - o Fremstilling af andre tekniske og industrielle tekstiler
 - o Fremstilling af andre tekstiler i.a.n.
 - o Fremstilling af arbejdsbeklædning
 - o Fremstilling af anden yderbeklædning
 - o Fremstilling af underbeklædning
 - o Fremstilling af andre beklædningsartikler samt tilbehør
 - o Fremstilling af strikkede og hæklede strømpevarer
 - o Fremstilling af andre strikkede og hæklede beklædningsartikler
 - o Agenturhandel med tekstiler, beklædning, pelsværk, fodtøj og lædervarer
 - o Engroshandel med tekstiler
 - o Engroshandel med beklædning
 - o Engroshandel med medicinalvarer og sygeplejeartikler (udvalgte virksomheder, der beskæftiger sig med tekniske tekstiler)
 - o Tøjforretninger
 - o Babyudstyrs- og børnetøjsforretninger
 - o Industriel design og produktdesign (udvalgte virksomheder, der beskæftiger sig med mode og tekstil).
- Derudover er enkelte virksomheder manuelt tilføjet, som vi har vurderet relevante for analysen, men som ikke har nogen af ovenstående koder.
- Top 500 virksomheder på baggrund af balance-sum inden for mode og tekstil er udvalgt fra ovennævnte branchekoder. Disse er inkluderet.
- Efterfølgende er filialer af udenlandske selskaber fravalgt, da det ikke er muligt at udskille de danske aktiviteter fra det samlede regnskab.
- Ligeledes er holdingselskaber fravalgt, med mindre indarbejdelse af koncernregnskab har givet bedre mening i forhold til forståelse og vurdering af de/det enkelte datterselskaber/moderselskab.

Fordelingen af de analyserede 500 virksomheder i henholdsvis Mix, Herre, Dame, Børn og Funktion er foretaget baseret på en vurdering af de enkelte virksomheder. Ikke alle virksomheder er fordelt og ikke alle virksomheder i branchen er med, hvorfor nøgletallene i analyserne ikke er totale branchetal, men et retvisende billede for en strategiseret udvælgelse ud af den samlede branche.

fortsættes →

Afkastningsgrad:

Driftsresultat (resultat før renter, ekstraordinære poster og skat) målt i forhold til de gennemsnitlige aktiver. Nøgletallet udtrykker selskabets evne til at tjene penge på den almindelige drift.

Soliditet:

Egenkapital målt i forhold til de samlede aktiver. Nøgletallet udtrykker, hvor solid selskabet er til eksempelvis at modstå en økonomisk krise.

Forretning af egenkapital:

Resultat før skat målt i forhold til gennemsnitlig egenkapital. Nøgletallet udtrykker selskabets evne til at skabe overskud, set fra ejerens synsvinkel.

Analysen inkluderer ikke:

- Virksomheder som ikke har tre fulde regnskaber offentligt tilgængelige
- Virksomheder som ikke har nogen af ovenstående branchekoder
- Virksomheder som er ukendte af redaktionen bag analysen
- Virksomheder som ikke skønnes at tilhøre mode- og tekstilbranchen.

EKSPORT I MODEBRANCHEN

Første halvår 2009 til første halvår 2014

Modebranchens omsætning hentes i stigende grad fra eksportmarkederne. I takt med at salget i Danmark har været for nedadgående i en årrække, har virksomhederne kigget mod udlandet for at opretholde salget og skabe vækst.

Ud af modebranchens samlede omsætning på kr. 38,3 mia. i 2013 udgjorde eksporten således 60 % ifølge tal fra Danmarks Statistik. Disse tal indeholder udelukkende beklædning, og inkluderer ikke tekstiler, tæpper mm. Udviklingen bliver mere og mere udtalt i løbet af de seneste fem år, og den forventes at fortsætte i de kommende år.

Denne analyse inkluderer udelukkende en sammenligning af de første seks måneder af de nævnte år. Der er således ikke tale om den samlede eksport for de pågældende år. Men disse tal giver alligevel et retvisende overblik af udviklingen.

Nærmarkederne dominerer – Tyskland suverænt størst

Dansk mode eksporteres primært til nærmarkederne, og dette har ikke ændret sig mærkbart i løbet af perioden. Tyskland, Sverige og Norge er de lande, der aftager klart mest dansk mode, og de har faktisk også tegnet sig for en flot vækst i løbet af den opgjorte periode. Især den store volumen og flotte vækst i Tyskland har påvirket den danske modebranche positivt i en årrække.

På de følgende pladser finder man Holland og Finland, men fælles for begge disse markeder er, at de har været ustabile for de danske virksomheder i løbet af perioden. Begge markeder var på deres højeste i 2011, men siden er salget dalet, selvom Holland dog kan være på vej op igen.

Vækst på flere europæiske markeder

De store vækstmarkeder skal findes andre steder i Europa. Et af de lande, der for alvor er begyndt at aftage større mængder af dansk tøj, er Storbritannien, hvor eksporten er øget 66 % hen over perioden på trods af en nedgang i 2012. Generelt er der kommet meget fokus på dansk mode på de britiske øer, og der er fortsat gode vækstmuligheder i de kommende år.

Der er pæne vækstrater i Frankrig, Schweiz og Belgien i perioden, men fælles for disse er, at det er fra et forholdsvis lavt niveau. Det er imidlertid interessant at se, om dansk mode nu for alvor har fået fat på disse markeder og kan fortsætte væksten.

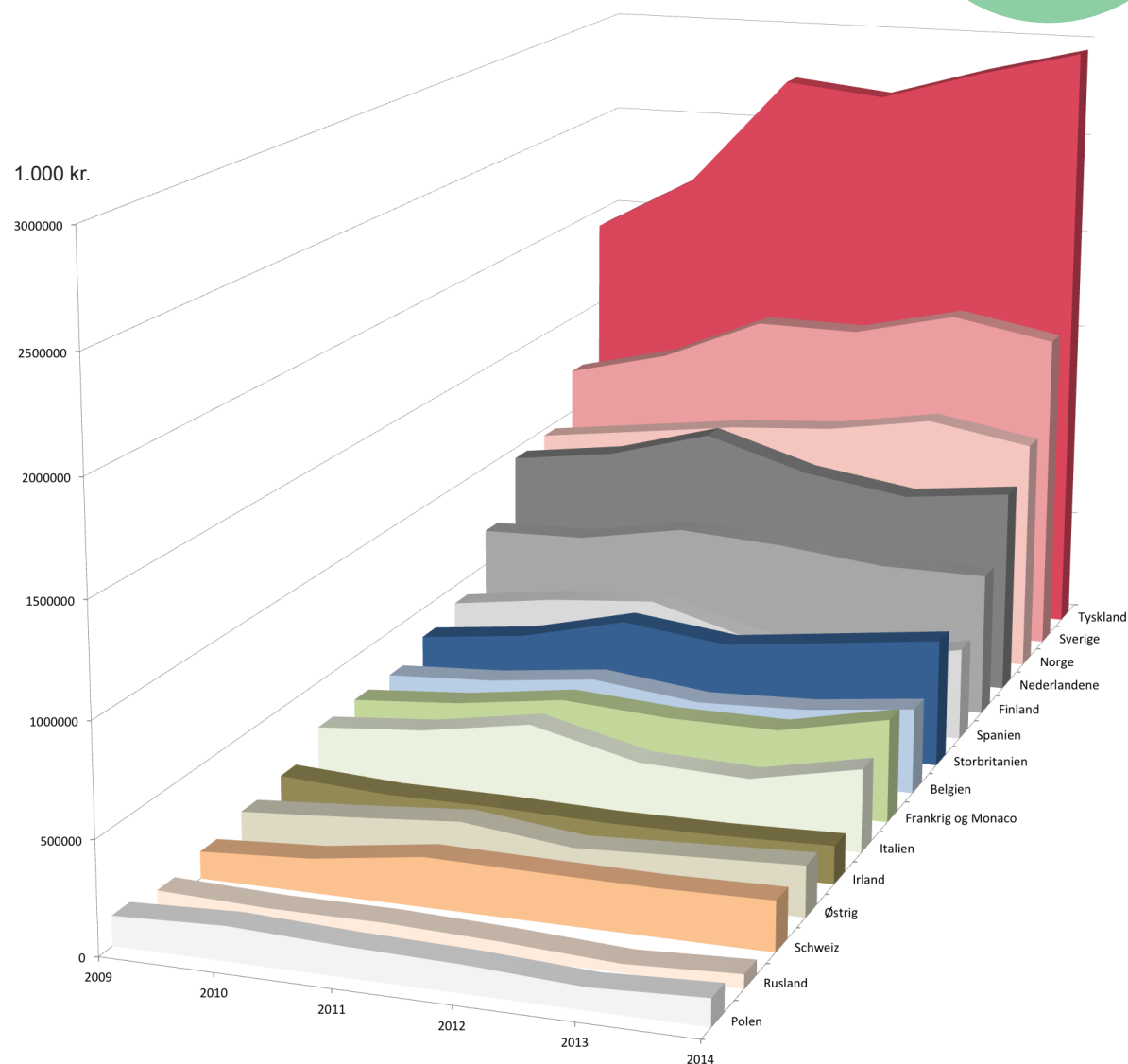
fortsættes →

Comeback til Sydeuropa

Dansk mode oplevede i 2012 en markant tilbagegang i Spanien forårsaget af den generelle økonomiske krise i landet. Det har været usikkert, om dansk mode kunne genvinde terræn, men tallene for 2014 ser meget positive ud. Måske vil flere danske virksomheder derfor prøve kræfter med Spanien igen. Salget til Italien oplevede også en kraftig nedgang i et par år, men også her ser det ud til, at der er bedring at spore, når man kigger på de seneste tal.

Til gengæld er eksporten til Rusland, Irland og Polen ikke kommet op på det niveau, den havde før finanskrisen, selvom der er bedring at spore i de seneste tal for alle tre markeder.

Dansk mode afsættes primært i Europa, og tallene for de mere "eksotiske" eksportmarkeder som USA, Kina og UAE er ganske lave, hvorfor de ikke engang figurerer i top 20. Der er dog tegn på en øget interesse for netop Canada og USA som hænger sammen med, at der er nye frihandelsaftaler undervejs. Det kan få betydning for samhandlen, da eksporten kan blive lettere.



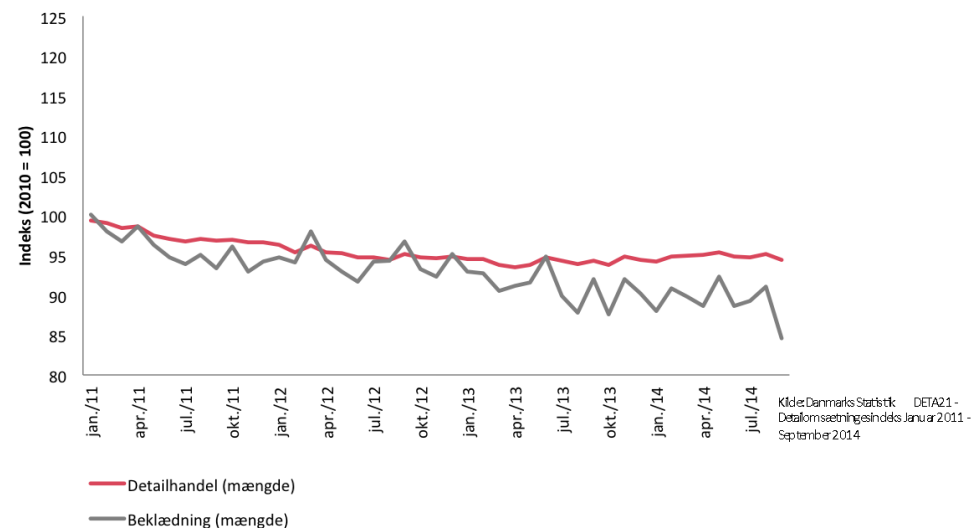
DETAIL OG E-HANDEL

Forholdet mellem e-handel og detailsalg

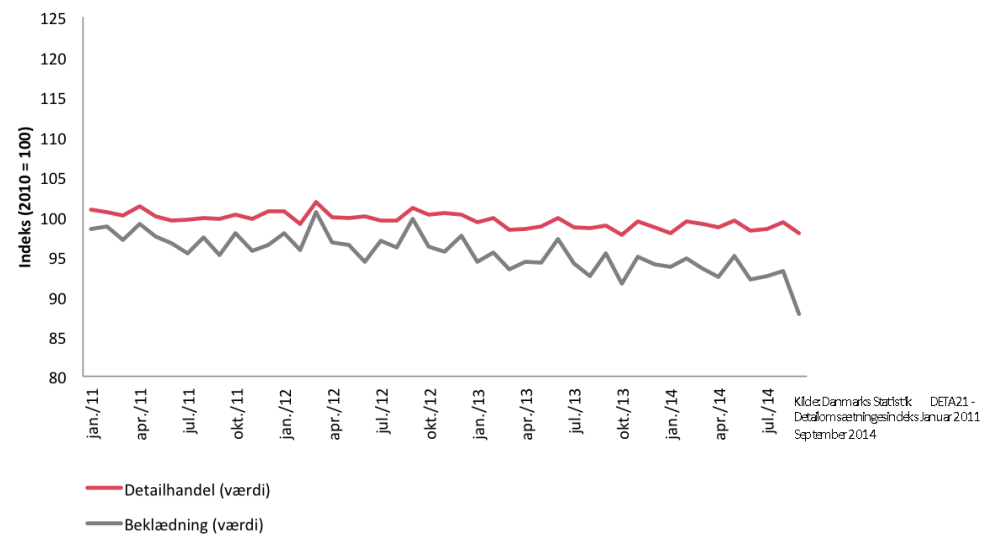
Siden 2010 er detailsalget af beklædning i Danmark faldet med et foreløbigt lavpunkt i de seneste tal fra september 2014. Sammenholdt med det samlede salg i detailhandelen har modebranchen været hårdere ramt, og der er også en del butikker, der har måttet dreje nøglen om siden finans-krisen ramte Danmark.

Dette kunne vække grund til bekymring, men nedgangen i detailsalget betyder ikke nødvendigvis, at danskerne køber mindre tøj. Forbrugerne vender i stigende grad blikket mod nettet, når der skal shoppes, og dette gør sig i også gældende, når der skal købes tøj. Samtidig viser de seneste analyser, at forbrugerne efterhånden ikke skelner mellem klassisk detail og e-handel.

Detailomsætningsindeks - sæsonkorrigeret mængdeindeks



Detailomsætningsindeks - sæsonkorrigeret værdiindeks



fortsættes →

Der findes desværre ingen eksakte tal for e-handel, hvilket gør det vanskeligt at understøtte antagelsen. Men kigger man på FDIH's årlige e-handelsanalyse, får man dog en indikation af, at der er noget om snakken. FDIH baserer deres analyse på en omfattende spørgeskemaundersøgelse, og af analysen fremgår det, at der sælges varer for mere end 62 mia. kroner om året på nettet, hvoraf 20 % skulle være tøj og sko. Det betyder dog ikke, at man kan konkludere, der dermed sælges tøj og sko for 12 mia. på nettet. Der er som nævnt ikke tale om eksakte tal, hvorfor det ikke kan sammenholdes med detailhandelstallene.

Men der hersker en udbredt enighed om, at e-handelen vil fortsætte med at stige over de kommende år. Fra 2012 til 2013 steg salget af tøj og sko fra 17 til 20 % af den samlede omsætning på nettet, hvis man ser på tallene i FDIH's e-handelsanalyse.

Der er fortsat store udfordringer med at tjene penge for en række af de e-handlere, som sælger mode. Samtidig presses de også af en række internationale aktører, som også kæmper om de danske forbrugeres gunst.



Bilag 2

Effektiv rente af statsobligationer efter land og tid

Enhed: pct. pro anno

	2011	2012	2013	2014	2015
Danmark	2,7	1,4	1,8	1,3	0,6
Tyskland	2,6	1,5	1,6	1,2	0,5

Kilde: IMF, International Financial Statistics.

BILAG 3		1	2	3	4	5
Netto vækstrate		8,50%	8,00%	7,50%	7,00%	2%
	2015	2016	2017	2018	2019	Terminal
Nettoomsætning	834.182.085	905.087.562	977.494.567	1.050.806.660	1.124.363.126	1.146.850.388
Driftsoverskud	91.851.789	88.246.037	96.068.166	103.273.279	111.379.411	163.999.606
Nettodriftsaktiver	426.334.832	497.798.159	586.496.740	683.024.329	787.054.188	1.638.357.698
Egenkapital	255.681.087					
Minoritetsinteresser	19.904.950					
Effektiv skatte procent		22%	22%	22%	22%	
Finansielle forpligtelser	150.748.795					
AOH	0,51	0,55	0,60	0,65	0,70	0,51
OG før skat	14,30%	12,50%	12,60%	12,60%	12,70%	14,30%
	7,17%	Driftens kapitalomkostninger (WACC)				
Residualoverskud		57.677.829,86	60.376.038,05	61.221.462,24	62.406.566,88	107.567.820,26
Diskonteringsfaktor		1,0717	1,14854089	1,230891272	1,319146176	1,413728957
Tilbagediskontering		53.819.007,06	52.567.599,96	49.737.506,18	47.308.302,91	76.088.008,06
Nutidværdi		203.432.416,11				
Terminalværdi		1.231.232.074				
PV af terminalværdi		933.355.299,19				
NDA		426.334.832,00				
Virksomhedsværdi		1.563.122.547				
Netto finansielle forpligtelser		150.748.795				
Egenkapitalværdi		1.412.373.752				

BILAG 4**Pengestrømsopgørelse - 2012 Hummel koncernen***Note*

	Årets resultat	56.749.439
2	Reguleringer	9.478.700
1	Ændring i driftskapital	-5.068.290
	<i>Pengestrømme fra drift før finansielle poster</i>	<i>61.159.849</i>
	Finansielle indtægter	808.927
	Finansielle omkostninger	-1.089.645
	<i>Pengestrømme fra ordinær drift</i>	<i>60.879.131</i>
	Betalt selskabsskat	-10.258.937
	Pengestrømme fra driftsaktivitet	50.620.194
	Køb af immateriel anlægsktiver	-665.847
	Køb af materielle anlægsktiver	-2.759.064
	Pengestrømme fra investeringsaktivitet	-3.424.911
	Afdrag på gæld	-10.061.388
	Betalt udbytte	-10.000.000
	Pengestrømme fra finansieringsaktivitet	-20.061.388
	Ændring i likvider	27.133.895
	Likvider 1. januar	26.478.230
	Likvider 31. december	53.612.125

Note 1

	Ændring i driftskapital	
	Ændring i varebeholdninger	29.983.631
	Ændring i tilgodehavender	-30.991.217
	Ændring i andre hensatte forpligtelser	25.988
	Ændring i leverandørgæld mv.	20.349.059
	Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	-24.435.751
	Ændring i driftskapital i alt	-5.068.290

Note 2

	Reguleringer	
	Finansielle indtægter	-808.927
	Finansielle omkostninger	1.089.645
	Af- og nedskrivninger	5.868.115
	Skat af årets resultat	18.126.049
	Andre reguleringer	-14.796.182
	I alt	9.478.700

BILAG 4 - FORTSAT

Pengestrømsopgørelse - 2011 Hummel koncernen

Note		
	Årets resultat	40.800.719
2	Reguleringer	11.093.604
1	Ændring i driftskapital	-30.250.522
	<i>Pengestrømme fra drift før finansielle poster</i>	<i>21.643.801</i>
	Finansielle indtægter	111.597
	Finansielle omkostninger	-1.248.251
	<i>Pengestrømme fra ordinær drift</i>	<i>20.507.147</i>
	Betalt selskabsskat	-1.565.348
	Pengestrømme fra driftsaktivitet	18.941.799
	Køb af immateriel anlægaktiver	-1.142.059
	Salg af immateriel anlægaktiver	2.648.676
	Køb af materielle anlægsaktiver	-6.265.260
	Salg af materielle anlægsaktiver	5.132.964
	Pengestrømme fra investeringsaktivitet	374.321
	Afdrag på gæld	-234.581
	Pengestrømme fra finanseringsaktivitet	-234.581
	Ændring i likvider	19.081.539
	Likvider 1. januar	7.396.691
	Likvider 31. december	26.478.230

Note 1		
	Ændring i driftskapital	
	Ændring i varebeholdninger	-50.670.864
	Ændring i tilgodehavender	-19.066.879
	Ændring i leverandørgæld mv.	22.792.317
	Regulering af sikringsinstrumenter til dagsværdi	16.694.904
	Ændring i driftskapital i alt	-30.250.522

Note 2		
	Reguleringer	
	Finansielle indtægter	-111.597
	Finansielle omkostninger	1.248.251
	Af- og nedskrivninger	5.366.065
	Skat af årets resultat	10.333.961
	Andre reguleringer	-5.743.076
	I alt	11.093.604